

La Crise Monétaire en Grèce

(1932)

THÈSE

pour le Doctorat en Droit

présentée et soutenue le 13 Mars 1934 à 14 heures

par

Nicolas PYRRIS

MEMBRES DU JURY :

Président : M. Albert AFTALION, Professeur

Suffragants { M. W. OUALID, Professeur
 { M. ROGER PICARD, Professeur

LIBRAIRIE L. RODSTEIN

17, RUE CUJAS — PARIS (V°)

1934

La Crise Monétaire en Grèce

(1932)

THÈSE

pour le Doctorat en Droit

présentée et soutenue le 13 Mars 1934 à 14 heures

par

Nicolas PYRRIS

MEMBRES DU JURY :

Président : M. Albert AFTALION, Professeur

Suffragants { M. W. OUALID, Professeur
M. ROGER PICARD, Professeur

LIBRAIRIE L. RODSTEIN

17, RUE CUJAS — PARIS (v°)

1934

La Faculté n'entend donner aucune approbation, ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.



INTRODUCTION

La crise monétaire actuelle est, sans doute, l'un des plus grands fléaux que le monde ait connu depuis la guerre. Pendant la guerre et les premières années qui ont suivi les Traités de Paix, presque tous les systèmes monétaires ont été ébranlés. Ce n'est qu'à partir de 1925 que commença la reconstruction monétaire. La période entre 1925 et 1929 fut en effet celle de retour quasi général à l'étalon-or. Durant ces quatre années, les divers pays dont la monnaie a été détachée du métal précieux, reviennent, les uns après les autres, après avoir traversé de longues années d'incertitude et de troubles, à la stabilité monétaire.

Evidemment, une telle opération nécessitait de grands sacrifices ou, tout au moins, de grands efforts. Mais le résultat à atteindre en valait largement la peine. Ce n'est point seulement le redressement monétaire qui était en jeu pendant cette période ; ce fut aussi la reconstruction financière : sans finances publiques saines, pas de monnaie saine ; sans bonne monnaie, pas de bonnes finances. Dilemme d'autant plus âcre que l'influence de ces deux éléments soit réciproque.

La Grèce ne pouvait qu'être imbue de ces principes : En effet, la guerre et l'installation d'un million et demi de réfugiés, après le désastre de l'Asie-Mineure, avaient amené de graves conséquences dont une énorme inflation, en était une ; ayant assisté à la chute vertigineuse de sa monnaie, elle ne pouvait que saisir le moment

opportun pour la stabiliser. Elle y parvint, en 1928, grâce au concours précieux de la Société des Nations, grâce aussi à la rude discipline à laquelle le peuple hellénique eut le courage de se soumettre.

Ainsi, vers la fin de 1929, alors que le retour à l'étalon-or de la plupart des monnaies était déjà un fait accompli, le monde pouvait espérer qu'une longue période de prospérité allait s'ouvrir devant lui. L'insécurité monétaire qui, auparavant, paralysait toute activité économique, semblait désormais n'être qu'un souvenir bien lointain. Mais à peine cette perspective ne fût été fondée que de nouveau l'horizon économique s'obscurcit. L'effondrement, en octobre 1929, des valeurs, à la Bourse de New-York, marque le point de départ d'une crise sans précédent. Crise économique d'abord, crise monétaire ensuite, crises qui se sont superposées et auxquelles nous assistons encore aujourd'hui.

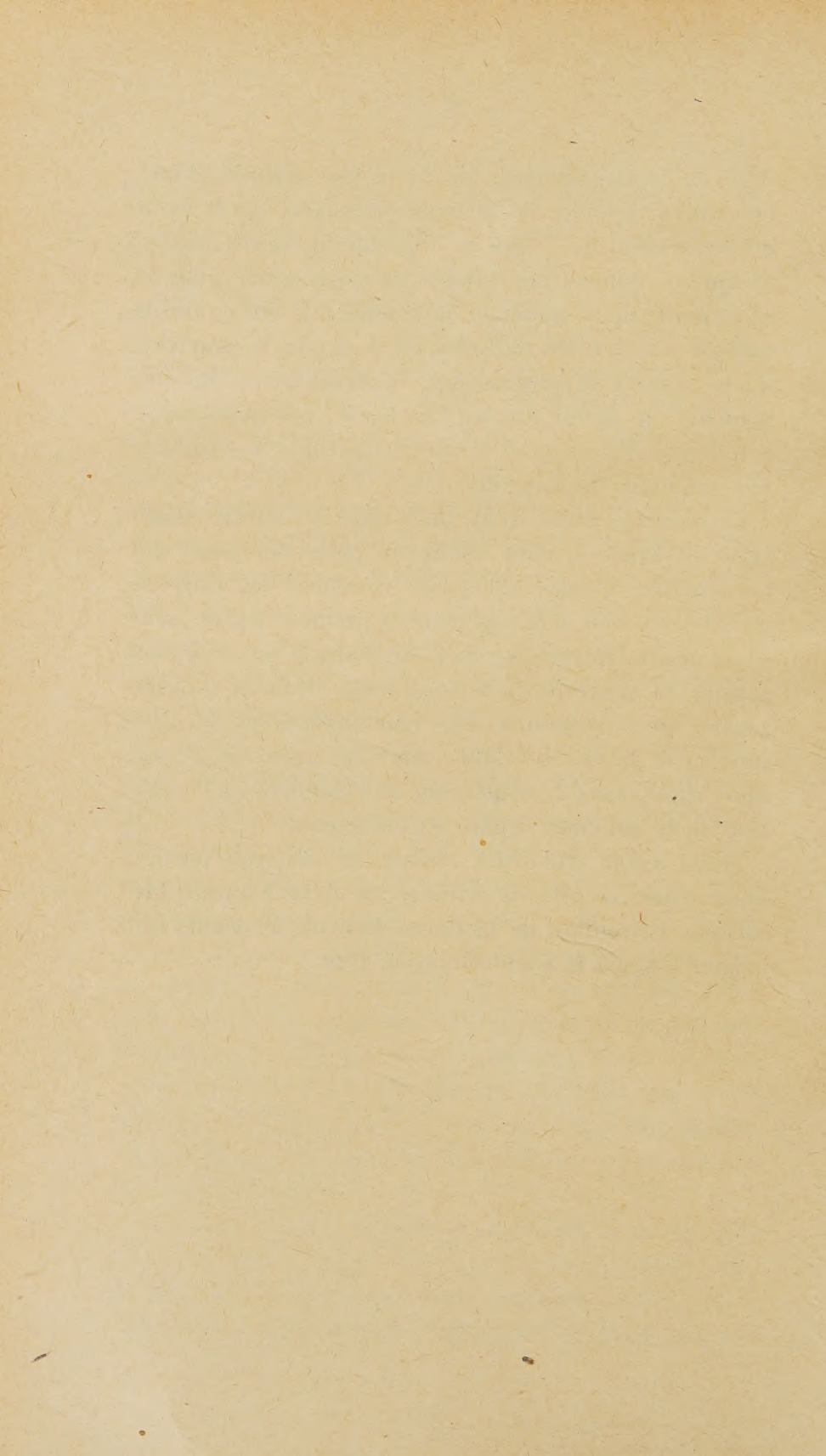
La chute de la monnaie anglaise, conséquence inévitable de la dépréciation économique et de l'ébranlement de la confiance, provoque une secousse quasi générale. Les systèmes monétaires de la plupart des pays, à peine restaurés, s'effondrent de nouveau. L'étalon-or, cette discipline internationale, considérée en tout temps comme la pierre angulaire de tout édifice monétaire, ne compte à l'heure actuelle, parmi ses adeptes, qu'un petit nombre de pays ; les autres Etats, contraints par l'impérieuse nécessité des événements, l'ont, ou bien, suivant l'exemple de l'Angleterre, suspendu dès le début de la crise, ou lui ont fait subir de telles restrictions qu'en réalité son maintien chez eux n'est plus que purement nominal.

La Grèce figure parmi les pays qui furent le plus éprouvés par la crise actuelle. Les liens étroits qui unissaient son économie publique et privée à celle de la Grande-Bretagne devaient fatalement en faire une vic-

time du bouleversement de la devise anglaise. Ainsi, peu après la chute de la livre-sterling, et après avoir désespérément lutté dans la « bataille de la drachme » (définition donnée aux efforts du pays entier pour la sauvegarde de sa monnaie nationale), elle dut en fin de compte y céder. De nouveau, sa monnaie, la drachme, quatre années seulement après sa stabilisation, dut être détachée du métal précieux et livrée, par conséquent, à tous les errements et à tous les périls que comporte une monnaie inconvertible.

La présente étude, ayant pour objet « La crise monétaire en Grèce », nous allons, au cours des pages qui vont suivre, essayer d'exposer comment les faits en question s'y sont déroulés. Dans la première partie, nous décrirons la stabilisation de la drachme et son évolution jusqu'à la chute de la livre-sterling. Dans la seconde partie, nous traiterons des répercussion de la crise monétaire en Grèce. Enfin, dans la troisième partie, nous exposerons la suspension de l'étalon-or et l'évolution de la situation depuis cet évènement.

Mais, avant d'aborder l'étude de ces trois parties, nous avons cru utile de retracer, en un bref aperçu historique, l'évolution de la devise hellénique depuis son origine jusqu'à la stabilisation en 1928.



L'EVOLUTION HISTORIQUE DE LA DRACHME

La drachme actuelle (1) tire son origine de la loi monétaire du 8 février 1833 promulguée par le roi Othon. Cette loi fondait le système monétaire sur le bimétallisme or et argent avec, pour unité, l'antique drachme athénienne, dont le poids a été fixé à : une drachme = 4.477 grammes d'argent au titre de 9/10 d'alliage et dont la valeur a été à 0,895 francs-or. En même temps, des pièces d'or furent frappées, mais toutes ces monnaies s'avérèrent insuffisantes et émigrèrent pour la plupart à l'étranger, chassées par la mauvaise monnaie turque en vertu de la loi Gresham ou par d'autres monnaies qui circulaient toujours ou se réfugiaient dans le pays pendant les premières années de sa formation en Etat. Cette situation monétaire de la Grèce dura jusqu'à l'année 1842. Depuis lors, le pays possède une circulation de billets de banque. Les billets furent émis par la Banque Nationale de Grèce, fondée par les lois du 13 mars et du 19 août 1841. Ayant reçu cours légal, ils vinrent combler non seulement les besoins du crédit, mais aussi les besoins monétaires du pays qui souffrait jusque là, ainsi qu'il a été dit, d'une extrême pénurie de numéraire. Pourtant, le cours forcé n'a pas tardé à être proclamé. Il le fut, pour la première

(1) V. article de M. le Professeur ANDRÉADÈS : *La drachme grecque et ses tribulations*, dans le *Capital* du 10 décembre 1932. V. également : *Le centenaire de la drachme*, dans l'*Eleftheron Vima* du 8 février 1933.

fois, le 4 avril 1848, à la suite de la crise politique et économique des principaux Etats de l'Europe qui eut aussi sa répercussion en Grèce. Quelques mois après, c'est-à-dire le 19 décembre 1848, les paiements en espèces purent être repris, et cette date ouvre une période de vingt ans de stabilité monétaire (1).

Avec l'union latine du 23 décembre 1865, à laquelle la Grèce adhéra par la déclaration du 26 octobre 1867, le rapport de la nouvelle drachme à l'ancienne fut fixé à 89/100, c'est-à-dire qu'une drachme ancienne valait 89 lepta (centimes) de la nouvelle drachme. En effet, la loi $\Sigma \Delta'$ (1867) augmenta la valeur nominale de la drachme de 4.477 grammes d'argent à 5 grammes d'argent. Ainsi la nouvelle drachme devint l'équivalent de l'ancien franc-français, dont le poids était, en vertu de la loi du 7 germinal, an XI, le lingot d'argent de 5 gr. à 9/10 d'alliage (2). Cette nouvelle monnaie fut divisée en 100 lepta (centimes). Le rapport entre les deux métaux a été fixé à 1 : 15,5.

L'insurrection de la Crète et les armements helléniques provoquèrent un second retour au cours forcé. Il fut édicté par le décret royal du 30 décembre 1868. Quatorze mois plus tard, le 15 mars 1870, par suite de la sage politique du Gouvernement, le cours forcé a pu être levé (3). La nouvelle période du cours légal dura un peu plus de sept ans. En effet, de la guerre russo-turque résulta, en 1877, une grave crise. Le Gouvernement dut engager des dépenses extraordinaires, conséquence inévitable de l'insurrection des provinces non encore libérées et de la mobilisation de l'armée hellénique. Il sol-

(1) La hausse des changes pendant cette période (avril à décembre 1848) n'a pas dépassé 3 1/2 %.

(2) V. Charles GIDE : *Cours d'économie politique*, tome I^{er}, p. 428.

(3) La prime du numéraire pendant cette période fut inférieure à 6 %.

licita de nouveau le concours des banques d'émission (1) et, pour la troisième fois, édicta, par le décret du 17 juin 1877, le cours forcé. Quelques années plus tard, le 1^{er} janvier 1885, un emprunt extérieur de 170 millions de francs-or, précédé de deux autres également contractés à l'étranger, l'un de 60 millions de francs-or, en 1879, et l'autre de 120 millions de francs-or en 1880, permirent au Gouvernement hellénique d'abolir le cours forcé.

Mais les conséquences de cette mesure prématurée et dangereuse, vu les conditions économiques et financières de cette époque, ne tardèrent pas à se manifester. Dès février 1885, les cours de change dépassèrent le gold-point de sortie. Le rétablissement du cours forcé devenait déjà inévitable lorsque les complications politiques et les difficultés financières, provoquées par l'annexion de la Roumélie orientale par la Bulgarie, obligèrent le Gouvernement à faire de nouveaux préparatifs militaires et par conséquent à recourir une fois de plus à la suspension de la convertibilité des billets de banque. Ainsi, le 20 septembre 1885, le cours forcé était instauré pour la quatrième fois. Depuis lors, le cours forcé n'a pas cessé d'exister jusqu'au 14 mai 1928, date de la stabilisation de la drachme. Pour donner de ces événements un aperçu complet, notons dès maintenant que la stabilisation de la drachme n'a duré que quatre ans environ. La crise économique mondiale et la crise monétaire de septembre 1931 qui a ébranlé le système monétaire de la quasi totalité des pays du monde, n'ont pas épargné la Grèce et, pour la cinquième fois, le pays dut suspendre une fois encore l'étalon-or et rétablir le cours forcé.

*
**

La Grèce a donc vécu sous le régime du cours forcé

(1) A ce moment il y avait en Grèce deux banques d'émission, à savoir : la Banque Nationale de Grèce et la Banque Ionienne.

pendant plus de trente ans, soit de 1885 à 1928, date de la stabilisation de la drachme. Il serait peut-être utile maintenant, de décrire également, en un bref aperçu historique, l'évolution de la devise hellénique au cours de cette longue période, les étapes qu'elle a franchies et les causes de sa dévalorisation. De tels développements nous conduiraient ainsi à la stabilisation de 1928, et nous permettraient d'examiner avec plus de précision les causes de la récente crise. C'est là d'ailleurs le but de notre étude.

Le cours forcé fut proclamé en 1885, ce qui n'a pas manqué de produire des effets fâcheux. En effet, le change sur Paris, aussitôt après la proclamation du cours forcé a atteint en moyenne 1,23 drs, la parité étant 1,00 avec tendance vers la hausse. Cependant, une certaine stabilité de changes a pu s'effectuer au cours des années suivantes. Mais la reconstruction des vignobles français déchaîna, à partir de 1891, un effondrement des prix du raisin sec, principal article d'exportation hellénique à cette époque (1). Aussi, par suite d'une balance des comptes devenant ainsi de plus en plus déficitaire, de l'accroissement disproportionné de la circulation, et du lourd service de la dette extérieure, la hausse des changes fut très forte. En effet, le change sur Paris, aux environs de 1893, atteignit une moyenne de 1,75 drs. Ce fut la faillite de 1893 (2).

L'année 1898 marque une étape importante dans l'évolution monétaire de la Grèce. Le traité de paix qui termina la guerre gréco-turque de 1897 établit en Grèce, par suite de l'arrangement financier, conclut avec les porteurs étrangers des fonds Grecs, un Contrôle Inter-

(1) V. ANTONIOU : *Le régime douanier des vins grecs en France*, (Thèse Paris, 1932, p. 51.)

(2) V. M. le Professeur ANDREADÈS : *Cours de Finances publiques*, année 1924-25, p. 176.

national des Finances helléniques, exercé par une Commission composée des représentants des grandes puissances, à savoir : l'Angleterre, la France, l'Italie, l'Allemagne, l'Autriche et la Russie (3). Cette commission fut installée à Athènes en 1898. Elle fut chargée de réorganiser les finances grecques et d'assurer le service régulier des emprunts extérieurs du pays.

La Commission s'est immédiatement rendu compte qu'elle ferait œuvre incomplète si elle ne procédait d'abord à l'assainissement du régime fiduciaire qui grevait lourdement le pays. Aussi le Gouvernement fit-il voter l'article 30 de la loi du 26 février 1898. Ce texte, rédigé d'accord avec la Commission, avait pour but de régler le remboursement de la dette du Gouvernement à la Banque Nationale de Grèce qui s'élevait à une somme globale de 94 millions de drs. Cet article stipulait que l'amortissement de la dette gouvernementale devait s'effectuer à partir de 1900, par versements annuels de 2 millions prélevés sur les ressources budgétaires normales. Le même article prévoyait aussi qu'aucune émission de billets de banque ne pourrait être ordonnée ou imposée par le Gouvernement à l'Institut d'émission en dehors de celles qui auraient lieu pour les besoins du commerce dans les limites fixées ou à fixer par les statuts des banques d'émission grecques présentes ou à venir. Ainsi tout danger d'inflation nouvelle était formellement écarté. En exécution de cette loi, la dette du Gouvernement, non seulement n'a pas augmenté, mais au contraire elle a progressivement di-

(3) Cette Commission existe encore aujourd'hui. Elle ne comprend plus que les représentants de l'Angleterre, de la France et de l'Italie. Elle a pour but d'assurer le service de certains emprunts affectés à elle au moyen des recettes de certaines douanes et monopoles dont elle a l'administration et le contrôle. V. N. POLITIS : *Le contrôle international sur les finances helléniques et ses premiers résultats*, Paris, 1902.

minué, de sorte que, en 1909, elle s'était abaissée à 62 millions de drs, alors que la circulation s'élevait à 132 millions de drs.

Grâce à ces mesures, et principalement au développement progressif de l'économie nationale, par suite des remises très importantes des émigrants grecs, qui, à partir de 1900 se dirigèrent nombreux aux Etats-Unis, grâce aussi à l'accroissement des gains de la marine marchande hellénique, le change ne cessa de baisser. La drachme dépréciée depuis 1885 de 33 % en moyenne et même de 46 % à certaines époques, regagna peu à peu son cours ancien et atteignit presque le pair à la fin de 1909, bien que le cours forcé restait encore légalement en vigueur.

A ce moment une expérience monétaire très importante fut tentée en Grèce. Pour donner plus d'élasticité à la circulation et pour aider le développement économique du pays, le Gouvernement fit voter la loi 'FXMB' du 19 Mars 1910. Cette loi est venue régler l'émission des billets de la Banque Nationale de Grèce par un procédé jusqu'alors presque inconnu dans la pratique monétaire, mais aussi ingénieux que possible (1). Voici brièvement le fonctionnement de cette loi.

Cette loi conférait à la Banque Nationale de Grèce le droit d'émettre, pour son propre compte et en dehors des restrictions imposées par le Contrôle International concernant le montant de l'émission, des billets supplémentaires dans le but exclusif d'acheter, sur le marché, de l'or ou du change or avec obligation formelle de revendre l'or ou le change ainsi achetés au pair sauf

(1) Sur le fonctionnement de cette loi, une des premières de son genre, qui attira à juste titre l'attention de l'étranger, voir l'excellente thèse de M. C. J. DAMIRIS : *Le système monétaire grec et le change*, Paris, 1920. Un résumé complet de cette loi se trouve aussi dans le *Cours de Doctorat* de M. le Professeur RIST de l'année 1930-1931, p. 145.

une commission minimale (1). Par ce moyen, la Banque eut la faculté d'émettre des billets de Banque couverts à 100 % par de l'or ou des valeurs or, de réglementer de façon satisfaisante et saine les besoins du marché en instruments monétaires, et de faire face aux fluctuations saisonnières de l'offre et de la demande du change.

Grâce à cette loi, la valeur de la drachme, en dépit du cours forcé et des événements politiques qui se déroulèrent dans la décade de 1910 jusqu'à 1920, tels la guerre balkanique et la grande guerre, a pu se tenir tout à fait stable, les cours du change n'ayant pas dépassé à aucun moment pendant toute cette période les gold-point d'entrée et de sortie. Bien plus, vers la fin de la grande guerre, eu égard à la dépréciation des changes des belligérants, la drachme faisait même prime sur la livre-sterling et sur le franc.

Cette situation, si satisfaisante pour la monnaie hellénique, était due aussi, dans une large mesure, à la sage politique monétaire qu'avait suivie la Banque Nationale de Grèce, à laquelle le fonctionnement de cette loi avait été confiée. Pour apprécier exactement les services que cette loi a rendus au pays, il suffit d'indiquer avec quelle rapidité s'est accrue la circulation des billets de la Banque Nationale de Grèce (conséquence d'ailleurs normale de l'augmentation de la richesse nationale et des transactions commerciales du pays) par l'achat de l'or ou des devises-or sur la base de cette loi.

Tandis que, en 1910, la circulation totale du pays ne s'élevait qu'à 132 millions de drs, grâce à la loi de 1910.

(1) Comme on voit, ce procédé était une application du système dit gold exchange standard, procédé tendant à la fixité des changes étrangers. On peut reconnaître ici l'analogie entre la loi grecque l'XMB' et la loi française du 7 août 1926, qui a autorisé la Banque de France à acheter des devises et à émettre des billets en échange, pendant la stabilisation *de facto* du franc.

elle atteignit 874 millions de drs en 1917, avec une encaisse d'environ 770 millions d'or ou de devises convertibles en or. La confiance en la drachme et en sa valeur ne pouvaient par conséquent qu'être entièrement solide.

Malheureusement, un état de choses si favorable devait être de courte durée. Le bon fonctionnement de la loi de 1910 fut mal respecté par le Gouvernement aussi bien que par la Commission Internationale qui était chargée de veiller à sa parfaite application.

Ce fut le résultat de l'abandon par la Grèce de sa neutralité et de son entrée dans la guerre aux côtés des alliés. L'entrée de la Grèce en guerre lui imposait des charges fort disproportionnées avec ses forces économiques. De telles dépenses n'auraient pu d'ailleurs être couvertes, ni par des ressources normales, ni même par des emprunts intérieurs. De plus, les hostilités auraient pour la Grèce d'autres conséquences, telles l'augmentation croissante du déficit de sa balance commerciale, l'exode des capitaux vers l'étranger pour se garantir contre une dépréciation éventuelle de la drachme, enfin, le déficit presque certain de la balance des comptes serait la suite inéluctable de ces phénomènes. Un déficit de la balance des comptes grecque devrait alors avoir comme résultat l'épuisement des réserves d'or et de devises étrangères-or de la Banque Nationale de Grèce, épuisement qui aurait compromis le fonctionnement normal de la loi de 1910 ci-dessus mentionnée. Dès lors, la stabilité de la drachme deviendrait fort aléatoire.

Or, le seul remède susceptible de pallier à ce risque, était la réalisation des avances que lui avaient promises les Alliés, dès son intervention armée (1).

A cet effet, une convention fut signée à Paris, le 28 février 1918, entre les puissances alliées, à savoir : la

(1) V. DAMIRIS, *op. cit.*, tome I^{er}, p. 296. La Grèce est entrée officiellement en guerre en juin 1917.

France, l'Angleterre et les Etats-Unis qui, pour aider leur nouveau compagnon d'armes ouvraient à l'Etat grec des crédits destinés à gager les émissions de la Banque Nationale de Grèce, conformément à la loi de 1910. Chaque puissance en souscrivait une tranche égale. Le procédé était le suivant : au lieu de verser effectivement au Gouvernement hellénique le montant d'un emprunt, les sus-dites puissances octroyaient des crédits en écriture sur lesquels la Banque de Grèce, sur la base de la loi de 1910, pouvait émettre des billets de banque et les remettre ensuite au Gouvernement. La garantie de ces billets ne consistait pas en or ou en devises étrangères, comme l'exigeait la loi de 1910, mais en crédits accordés par des alliés qui devaient être mobilisés six mois après la conclusion de la paix (1).

En somme, ce procédé était employé pour aider les alliés ou tout au moins la France et l'Angleterre, qui, à cause de leur situation financière et monétaire résultant de la guerre ne pouvaient transférer des sommes importantes avant la fin des hostilités.

Ces crédits selon l'expression de M. le Professeur Andreadès, étaient une sorte d'emprunt de guerre à retardement. Ils représentaient 300 millions de francs pour la France, 12 millions de livres-sterling pour l'Angleterre et 50 millions de dollars pour les Etats-Unis, soit au total 850 millions de drs-or, portant intérêts à 5 %. Ils devaient être remboursés par la Grèce, quinze ans au plus tard après la conclusion de la paix.

De plus, les deux grandes puissances européennes, à savoir la France et l'Angleterre, signaient avec la Grèce deux accords en date du 10 février 1918. Aux termes du

(1) La Grèce n'a pas insisté à mobiliser ces crédits aussitôt après l'expiration de six mois qui a suivi la conclusion de la paix. Pour différentes raisons elle s'était réservé le droit de le faire au fur et à mesure que ses besoins l'exigeraient.

premier de ces accords, les sus-dites puissantes ouvraient au Trésor hellénique ou directement à la Banque Nationale de Grèce, d'autres crédits destinés à garantir l'émission, selon le système de la loi de 1910. de nouveaux billets de banque que le Gouvernement hellénique promettait de verser aux Alliés, pour les frais d'entretien de leurs troupes en Orient, et pour leurs dépenses courantes en Grèce. Conformément à cet accord, la Banque Nationale de Grèce a versé : à l'Angleterre 105.925.000 drs (soit £ : 4.637.047) et à la France 266.955.965 drs (soit Frs : 266.955.965).

Aux termes du second accord, la Grande-Bretagne et la France devaient fournir à la Grèce le matériel de guerre nécessaire. En outre, par la note collective du 10/23 novembre 1915 remise au Gouvernement hellénique, les Ministres d'Angleterre, de France et de Russie donnaient l'assurance que ces Etats indemniseront équitablement la Grèce de tous les dommages que leurs armées auraient causés sur son territoire.

En vertu de ces stipulations, furent émis, sans autre couverture que les crédits des Alliés, près de 1.250 millions de drs, dont 850 millions devaient être affectés à l'armée grecque, 105 millions à l'armée britannique et 266 millions à l'armée française. La garantie de ces billets, quoique différée, paraissait si solide que les nouveaux billets ne subirent aucune dépréciation.

Outre cette monnaie fiduciaire gagée par les crédits des Alliés, le Gouvernement hellénique a émis aussi, vers la fin de 1920, une somme de 400 millions de drs destinées à financer l'expédition de Constantinople. Cette émission, en violation de la loi de 1910, n'était couverte ni par de l'or, ni par des devises, ni enfin par des crédits des Alliés. La Commission du Contrôle International pouvait s'y opposer, mais comme l'intérêt commun, c'est-à-dire la défense de Constantinople était en

cause, les membres de la Commission ne formulèrent aucune objection.

Toutes ces émissions (sauf celle de 400 millions qui ne l'était par rien) n'étaient garanties, comme nous le remarquons, que par les crédits des Alliés. Or, s'il advenait que ces crédits fussent annulés pour quelque motif, ces billets de banque se transformeraient immédiatement en pur et simple papier-monnaie, et dès lors, les conséquences fâcheuses de l'inflation apparaîtraient en pleine lumière. C'est justement ce qui advint.

A la suite des événements politiques qui suivirent les élections du 1^{er} novembre 1920, les Alliés refusèrent d'apporter à la Grèce les crédits promis. Ainsi, la drachme subissait déjà la première atteinte, et son ébranlement était désormais inévitable. En effet, la livre-sterling abandonnant brusquement le pair s'éleva à 48 drs (la parité étant : 1 livre = 25 drs), puis bientôt à 98 drs. Elle aurait dépassé sensiblement ce niveau si en mars 1922 M. Protopapadakis, alors Ministre des Finances, n'avait consolidé par un emprunt forcé la moitié de la dette flottante constituée par des billets émis. Il put ainsi émettre une somme de papier-monnaie égale au montant consolidé sans augmenter le total de la circulation. La mesure, pour courageuse et originale qu'elle fut (1), permit seulement de gagner quelques mois. Quand, après le désastre de l'Asie Mineure, plus d'un million et demi de réfugiés affluèrent sur les rivages helléniques, revenant à la mère-patrie, il a fallu, pour secourir leur dénuement et pourvoir à leurs besoins les plus urgents, émettre 550 millions de drs de papier-monnaie, par l'intermédiaire de la Banque Na-

(1) Cet emprunt frappait tout possesseur de billets de banque pour une somme égale à la moitié des billets qu'il possédait. Il a été émis à 6 1/2 %, amortissable au plus tard le 1^{er} avril 1943, son rendement réel fut de 1.550.070.545 drs.

tionale de Grèce. Ce ne fut là qu'un premier appel à l'émission indéfinie du papier-monnaie. Sans couverture, la circulation s'éleva jusqu'en 1923, par des émissions successives, à 3.360 millions de drs environ. De cette situation, le change traduisit les périls : la livre-sterling atteignit 410 drs en 1922 et 438 en 1923.

*
**

Pourtant, cette date marque le début d'une ère nouvelle. Le redressement de la devise hellénique et généralement l'assainissement des finances helléniques s'affirment. Le nouveau Ministre des Finances, M. Coffinas n'a pas manqué d'y consacrer tous ses efforts. Il devait tout d'abord assurer l'équilibre budgétaire. Il en accrut donc de 1.600 millions les recettes pour l'exercice 1923-24. Il recourut même à une mesure qualifiée d'héroïque par le Professeur Andréadès : le prélèvement sur le capital. Le produit devait en être exclusivement consacré au rachat des billets émis. Parmi ces mesures d'assainissement, on ne saurait passer sous silence le décret-loi du 23 avril 1923, conférant à la Banque Nationale le droit d'émettre des billets de banque exclusivement destinés à acheter au cours du jour, du change étranger. Celui-ci était principalement cédé à l'Etat pour subvenir à ses besoins. En revanche, une somme égale de billets était retirée de la circulation.

Toutes ces mesures permirent au Gouvernement d'éviter, d'une part toute nouvelle émission de papier-monnaie, et d'autre part, de relever son crédit sur les marchés internationaux. Il put ainsi couvrir par un emprunt extérieur les dépenses urgentes d'entretien et de premier établissement des réfugiés chassés par la guerre gréco-turque. Cet emprunt fut accordé sous les auspices de la Société des Nations. La Grèce, aussitôt

après la tragédie de 1922, s'adressa à la S.D.N. Elle sollicita son concours et son aide pour réinstaller les réfugiés sur le sol hellénique. Le Comité financier de la S.D.N. élaborait un plan qui fut l'objet d'un protocole signé au nom de la Grèce, le 29 septembre 1923, à Genève. Le plan prévoyait l'émission d'un emprunt dont le produit ne devait pas dépasser 10 millions de livres-sterling. Le service de cet emprunt fut assuré par l'entremise de la Commission Financière Internationale, qui, on se le rappelle, contrôle les revenus affectés à la dette extérieure hellénique depuis 1898. L'emprunt fut offert aux souscripteurs en décembre 1924 à Londres, à New-York et à Athènes. Son produit net s'éleva à 9.970.000 livres-sterling.

Cette sage politique donna des résultats tangibles au premier rang desquels il faut mentionner l'amélioration sensible de la monnaie nationale. En effet, la livre qui avait atteint le niveau de 438 drs, s'abaissa en 1924 à 290 drs.

Malheureusement, une situation politique instable suivit la dictature du Général Pangalos. Elle eut de néfastes conséquences sur la gestion des finances publiques. De plus, les dépenses énormes et toujours croissantes qu'entraînait l'établissement des réfugiés, déséquilibèrent le budget. La livre de nouveau s'élève et, par des hausses successives, atteignit une fois encore le niveau de 453 drs en 1925. C'est le cours le plus élevé auquel la livre soit parvenue depuis la baisse de la drachme jusqu'à la stabilisation de 1928.

Un fait digne d'être remarqué pendant cette période est le second emprunt forcé imposé le 23 janvier 1926. Par ce second emprunt, l'Etat ne demanda plus la moitié, ainsi qu'il le fit en 1922, mais le quart des billets appartenant à chaque personne. De cet emprunt furent exemptés les dépôts en banque et les coupures

au-dessous de 25 drs (1). La partie coupée était remise à l'Etat et échangée contre des obligations portant intérêts dont la plus petite coupure valait 100 drs.

Par ce procédé, l'Etat a donc pu emprunter, ainsi que nous l'avons indiqué, un peu plus de 1.500 millions de drs en 1922, et 1.225 millions de drs en 1926. La circulation des billets étant chaque fois réduite automatiquement d'une somme égale à la valeur des coupures remises au Gouvernement, celui-ci a pu demander à la Banque Nationale, alors banque d'émission du pays, de lui remettre un montant égal de billets pour faire face aux besoins de la Trésorerie.

Les emprunts forcés ont été très critiqués. En réalité, ce système a évité de nouvelles émissions de papier-monnaie. Si elles avaient été proportionnées aux besoins de la Grèce, elles auraient provoqué une dépréciation catastrophique de sa monnaie.

En dehors de cet emprunt forcé, l'Etat, pour faire face à ses besoins pressants, recourut également aux bons du Trésor à court terme. Ces bons qui étaient acceptés par la Banque Nationale de Grèce, avaient procuré à l'Etat, jusqu'en 1925, 1.900 millions de drs. Mais vers le milieu de cette année, le public s'était ému et commençait à demander le remboursement de ces bons. La Banque Nationale s'y était engagée pour une somme de 600 millions, ce qui avait produit une forte diminution de ses disponibilités liquides. La Banque, de ce chef, ne pouvant plus faire des avances au Gouvernement, une nouvelle émission de billets de banque avait alors semblé imminente et une forte baisse de la monnaie nationale (livre = 453 drs), que nous avons relatée ci-dessus, avait traduit ces inquiétudes.

Pour mettre fin à cet état de choses, le Gouvernement

(1) Le total net de l'emprunt fut élevé à 1.225.000.000 drs à 6 % amortissables dans vingt ans.

décréta en janvier 1926 que les bons du trésor demeurés encore en circulation (1.200 millions de drs) devaient obligatoirement être convertis, moitié en obligations à 8 % amortissables en 10 ans, moitié réglés immédiatement. Ce fut le troisième emprunt forcé (1).

Par ces mesures la dette flottante fut fort diminuée. A la veille de la stabilisation de la drachme, on l'évaluait à environ 96 millions de drs, représentés par des bons. Un amortissement aussi rapide aurait été fort utile si le budget des exercices précédents avait été en équilibre. Malheureusement, ils ont été clos, jusqu'en 1927, avec des déficits dont le total s'éleva à 852 millions. Donc, aucun résultat tangible n'a été obtenu étant donné que plus de la moitié de la dette flottante amortie a été remplacée par une autre provenant du déficit de ces années. Néanmoins, cette politique eut comme résultat de ramener la livre-sterling de 450 drs aux alentours de 370 drs, niveau autour duquel la drachme a oscillé pendant toute la période de la stabilisation de fait.

Telle était la situation de la drachme à la veille des préparatifs qui précédèrent sa stabilisation légale de 1928. Il convient d'exposer maintenant comment celle-ci fut effectuée et quels en étaient les points faibles.

(1) V. l'article de M. TSOUDEROS : *La Dette publique*, dans l'*Europe Nouvelle*, n° 525 du 3 mars 1928.



PREMIÈRE PARTIE

La stabilisation et son évolution

CHAPITRE PREMIER

CONSIDÉRATIONS GÉNÉRALES SUR LA STABILISATION DE LA DRACHME EN 1928

La monnaie hellénique, en dépit de la dépréciation qu'elle avait subie depuis le commencement de l'année 1921 jusqu'à la fin de 1927, dépréciation dont nous avons brièvement exposé les causes dans notre introduction historique, a pu cependant conserver une certaine fraction de sa valeur-or. C'est après la constitution, à l'issue des élections de 1926, d'un Ministère d'Union Nationale présidé par M. Zaimis, actuellement Président de la République, que le Gouvernement songea à entrer énergiquement dans la voie de l'assainissement financier et monétaire du pays. Quoique ces événements, liés à la stabilisation de 1928, soient déjà assez lointains, un examen d'ensemble ne saurait être inutile. Il importe, en effet, de considérer les conditions dans lesquelles cette stabilisation fut effectuée, les charges supplémentaires qu'il fut nécessaire d'imposer au pays, enfin les éléments de faiblesse qu'elle recérait.

Trois problèmes d'une importance capitale devaient

être résolu par le Gouvernement d'Union Nationale au lendemain de sa constitution. Il fallait les résoudre avant de procéder à la stabilisation de la monnaie.

Ces problèmes étaient :

1° L'équilibre budgétaire ; 2° l'aménagement de la dette publique ; 3° la conclusion d'un emprunt extérieur (1).

En ce qui concerne l'amélioration de l'équilibre budgétaire, il suffit de constater que d'après les prévisions du Ministre des Finances, M. Cafandaris, le budget de l'exercice 1927-28 devait se solder par un déficit global de 2.600 millions de drachmes environ. Cependant, ce déficit fut comblé par divers procédés : en premier lieu par des économies rigoureuses qui atteignirent 1 milliard de drs environ ; en second lieu, par une forte augmentation des recettes, celles-ci provenant surtout de l'accroissement des impôts tant directs qu'indirects dont le produit s'éleva à 1.606 millions. Ainsi le déficit du budget de l'exercice 1927 à 1928 qui était évalué à 2.600 millions de drs a pu être ramené à 49 millions de drs seulement. De plus, le Ministre des Finances, grâce à une politique énergique, put l'effacer complètement et même obtenir un excédent fort substantiel qui finalement s'est élevé pour cet exercice budgétaire à 550 millions de drs environ. Ainsi les remarquables efforts et la politique prudente du Ministre des Finances,

(1) Pour l'ensemble de la question de la stabilisation hellénique de 1928, voir parmi d'autres, notamment : ZOLOTAS : *Stabilisation légale*, Athènes, 1928. P. DERTILIS : *La reconstruction financière de la Grèce et la S.D.N.* (Thèse Paris, 1928.) VARVARESSOS, article publié dans la revue de l'*Europe Nouvelle*, 28 juillet 1928, intitulé : *La stabilisation de la drachme*. Voir également les articles publiés dans la même revue du 3 mars 1928 par M. CAFANDARIS, Ministre des Finances dans le Cabinet de l'Union Nationale : *La Grèce achève son redressement financier*. GEORGES MANTZAVINOS : *Le budget et la trésorerie*. E. TSOUDEROS : *La Dette publique*. P. VOURLOUMIS : *L'avenir économique de la Grèce*.

soutenus par les sacrifices du pays, ont donné, à ce dernier, un budget en équilibre.

Ce résultat que, depuis de nombreuses années, l'on n'osait plus espérer atteindre, était la première étape vers la restauration financière intégrale.

Quant à l'aménagement de la dette publique, il importait de procéder différemment pour la dette intérieure et pour la dette extérieure (1). Etudions d'abord la dette publique intérieure. Les déficits laissés par l'exécution des budgets de 1917 à 1927-28 devaient s'élever, d'après le calcul de M. Mantzavinos, Directeur Général de la Comptabilité Publique (2), à 852 millions de drs. En fait, ils ne dépassaient pas 497 millions de drs eu égard au solde positif résultant de budgets antérieurs à 1917, soit 259 millions de drs, et au produit de bons de la Défense Nationale à long terme, soit 96 millions de drs. De ces années (1917-1926), subsistaient en outre certains engagements dont le montant, d'après M. Mantzavinos, pouvait être évalué à 1.500 millions de drs, ce qui représentait un total d'obligations à la charge de l'Etat de (497 millions + 1.461 millions ==) 1.959 millions.

Pour y faire face, les auteurs du budget de 1927-28 employèrent les moyens suivants :

Une partie de cette somme, soit 822 millions de drs, fut consolidée et le service en fut assumé, conformément à la convention du 27 octobre 1927, approuvée par le décret-loi du 10 novembre 1927. Nous aurons l'occasion d'en examiner plus loin les dispositions. Le solde, soit 1.137 millions de drs, a été couvert au moyen d'un emprunt extérieur sur lequel nous donnerons ultérieurement certaines précisions. Du montant de cet emprunt,

(1) Bien entendu, il ne s'agit pas ici de la dette publique hellénique proprement dite. Il s'agit des différentes obligations de l'Etat qui restaient en suspens.

(1) V. son article dans *l'Europe Nouvelle*, n° 525 du 3 mars 1928.

un tiers, soit 3 millions de livres-sterling, ou 1.125 millions de drs (la livre valant 375 drs) fut affecté à l'extinction de cette dette. Il faut remarquer que finalement celle-ci fut fortement réduite, car, en 1928, elle était abaissée à 875 millions de drs seulement au lieu de 1.137 millions, de sorte que, de la troisième tranche de l'emprunt extérieur ci-dessus, subsista en faveur du Gouvernement hellénique un reliquat de 250 millions de drs.

Après avoir équilibré le budget et aménagé la dette extérieure, il était indispensable de régler aussi les dettes de guerre contractées par la Grèce envers ses alliés, à savoir la Grande-Bretagne, les Etats-Unis et la France. Le règlement de ces dettes a été organisé en tenant compte des divers engagements réciproques entre le Gouvernement hellénique et les puissances alliées. En ce qui concerne les comptes mutuels de la Grande-Bretagne et de la Grèce, ces comptes se présentaient ainsi : 1° En ce qui a trait à la dette de l'Angleterre envers la Grèce, on se rappelle que la Banque Nationale de Grèce avait fourni à la Grande-Bretagne durant la guerre la somme de 105.925.000 drs pour subvenir à l'entretien de son armée sur le front de Salonique. L'Angleterre a remboursé cette somme aussitôt après la conclusion de la paix, conformément aux accords signés pendant les hostilités. De plus, les dommages causés par l'armée britannique en Grèce ont été évalués forfaitairement en £ 1.250.100 d'après une convention signée à Athènes au mois de novembre 1926. Cette somme a été compensée par une réduction corrélative de la dette hellénique vis-à-vis de l'Angleterre.

2° Quant à la dette de la Grèce envers l'Angleterre, un accord, signé le 31 août 1926, évaluait la dette de guerre brute à £ 20.710.312, y compris les avances faites au comptant par la Grande-Bretagne à la Grèce durant

la guerre, soit £ 8.056.146, la valeur du matériel de guerre en 1918, soit £ 7.006.062, et la valeur du matériel de guerre en 1919, soit £ 1.342.133. A la suite de la convention signée le 9 avril 1927, entre les deux pays intéressés, leurs comptes mutuels se sont réglés définitivement comme suit : l'Angleterre renonça au matériel de guerre de 1918. Après cette déduction et après certains autres remaniements, le solde que la Grèce devait acquitter était fixé à £ 6.950.555, payables en 62 ans, à partir du 1^{er} juin 1927. La Grèce a versé jusqu'à 1931 une somme d'environ £ 1.300.000. La Grèce, à son tour, a renoncé au reliquat des crédits ouverts par l'Angleterre en vertu de l'accord de 1918. Ce reliquat s'élevait, outre les versements effectués qui atteignirent (6.540.000 versés) à environ £ 6.400.000.

Le règlement des dettes de guerre avec les Etats-Unis fut consacré par un accord passé sous forme de lettres échangées entre le Ministre de Grèce à Washington, M. Simopoulos, et le Sous-Secrétaire d'Etat américain, M. Olds. Cette convention fut signée le 18 janvier 1928. Voici la situation débitrice de la Grèce vis-à-vis des Etats-Unis. En vertu de l'accord de Paris de 1918, les Etats-Unis avaient versé à la Grèce durant la guerre, sur les crédits de 50 millions de dollars ouverts par eux, une somme de 15 millions de dollars portant intérêt à 4 1/2 % jusqu'au 15 décembre 1922, et de cette date au 1^{er} janvier 1928, à 3 %, ce qui formait un total de \$ 18.127.923. Telle était la somme que devait payer la Grèce. Par cet accord, la Grèce a pris l'engagement de rembourser cette somme en 62 annuités. En vertu de cette même convention, la Grèce renonça au reliquat qui représentait, après déduction de la somme effectivement remise, 35 millions de dollars environ. Mais cette concession hellénique trouva sa contre-partie dans l'octroi par les Etats-Unis d'un emprunt de 12.167.000 de

dollars. Ce prêt portait intérêt annuel de 4% payable par semestre et il devait être intégralement remboursé par voie d'amortissement en 20 ans. Il a permis à la Grèce de réduire de 9 millions de livres-sterling à 6.500.000 liv.-stg, le montant de l'emprunt sollicité de la Société des Nations. Cette opération fut avantageuse pour la Grèce, car tandis que l'emprunt contracté sous les auspices de la S.D.N. a été émis à 7 %, celui consenti par les Etats-Unis ne l'a été qu'à 4 %.

La gestion de cet emprunt fut confiée à la Commission Financière Internationale. Le service en est garanti par les excédents des revenus affectés à cette Commission. Il a pris rang après l'emprunt de la stabilisation dont le montant a été réduit ainsi à 6.500.000 de livres-sterling.

Enfin, restaient à régler les comptes mutuels entre la France et la Grèce. Après des négociations assez longues, il a été finalement décidé que la Grèce paierait une somme de 178 millions de francs-or en 62 ans. Le tableau des paiements était établi de telle sorte que les versements annuels, durant les deux premières années, ne fussent pas supérieurs à Frs-or : 1.700.000 ; ensuite, ils devaient s'élever finalement à 7.000.000 Frs-or, durant les 42 dernières années (1).

Mais la question capitale, celle de la valeur du matériel de guerre de 1918, dû par la Grèce, était demeurée sans solution (2). Or, la Grèce, ayant hâte de conclure l'emprunt extérieur indispensable pour procéder à la stabilisation de sa monnaie, signa un compromis à Genève le 8 décembre 1927, entre le Ministre des Finances hellénique et M. Aristide Briant, représentant de la France. Cette convention stipulait que la question du matériel

(1) V. DERTILIS, *op. cit.*, p. 122.

(2) V. le discours de M. VENIZÉLOS devant la Chambre hellénique sur les accords de La Haye, à la séance du 27 janvier 1930.

de guerre serait tranchée par un arbitre qui, dans sa sentence, devait prendre en considération la situation économique de la Grèce pour déterminer sa capacité de paiement. L'arbitrage n'ayant pas eu lieu, cet arrangement provisoire fut converti en une convention définitive à la première conférence tenue en août 1929 à La Haye pour régler les réparations allemandes. Le résultat des pourparlers entre le délégué de la Grèce, M. Venizelos, et les plénipotentiaires de la France, MM. Chéron et Loucheur, fut que la France se contenta, à titre de règlement définitif de la dette hellénique, d'un versement annuel de 506.000 marks-or pendant 37 années. En revanche, la Grèce renonça à l'exécution des engagements de la France envers la Banque Nationale de Grèce. Enfin, la France promit au Gouvernement hellénique de soutenir ses revendications auprès de la conférence afin qu'une somme de 7.539.000 de marks-or ou de livres-sterling 377.000 soit annuellement prélevée sur les réparations en faveur de la Grèce. Ce versement l'aiderait à faire face aux charges totales de sa dette de guerre. L'heureuse solution des pourparlers franco-helléniques fut confirmée par l'échange, deux jours avant la clôture de la première conférence de La Haye, de deux lettres entre le représentant de Grèce, M. Venizelos, et le représentant de France, M. Chéron, lettres qui furent également approuvées par l'Angleterre et l'Italie.

Avec le règlement des dettes de guerre, disparaissaient les derniers obstacles qui empêchaient la Grèce de solliciter le concours du Conseil de la Société des Nations, et son approbation pour l'émission de l'emprunt indispensable à la stabilisation monétaire.

Aussi, le Ministre des Finances, M. Cafandaris, demanda-t-il officiellement, par lettre datée du 14 juin

1927 (1), la collaboration de la S.D.N. Sur le rapport de M. Avenol, le Comité Financier de la Société des Nations, se déclara favorable au principe d'un emprunt de 9 millions de livres-sterling qui serait affecté à l'assainissement complet de l'économie hellénique. Trois millions seraient mis à la disposition des réfugiés, trois autres millions seraient employés à l'amortissement des arriérés budgétaires, et enfin trois millions seraient utilisés pour consolider la situation de la nouvelle banque d'émission. Un protocole fut signé à Genève, par M. Cafandaris, au nom du Gouvernement hellénique, le 15 septembre 1927 (2). Il prévoyait les mesures ci-après : d'abord, il autorisait la République grecque à émettre un emprunt sous les auspices de la Société des Nations ; ensuite, il organisait les garanties relatives au service de cet emprunt ; enfin, il édictait les dispositions concernant son affectation. Après la signature de ce protocole, l'Assemblée de la S.D.N. adopta, le 22 septembre 1927, une résolution exprimant l'espoir que le projet d'assainissement financier et monétaire hellénique serait couronné de succès. Elle approuva le prêt projeté, les statuts de la nouvelle banque d'émission, le plan de stabilisation et les dispositions qui en étaient le corollaire. La Chambre hellénique ratifia le protocole, le 25 novembre 1927. De plus, une convention du 27 octobre 1927 a été conclue entre le Gouvernement hellénique et la Banque Nationale de Grèce (3). Elle avait trait à la création d'une nouvelle banque d'émission. Les statuts de la nouvelle banque d'émission ayant été ratifiés

(1) V. le texte de cette lettre *in extenso* dans l'*Europe Nouvelle* du 28 juillet 1928.

(2) V. le protocole dans l'*Europe Nouvelle* du 28 juillet 1928.

(3) V. le texte de cette convention dans l'*Europe Nouvelle* du 28 juillet 1928.

par le Gouvernement hellénique, ils ont été dûment promulgués, le 10 novembre 1927, par la loi 3.424 (1).

Après la signature de ce protocole, il ne restait plus qu'à obtenir des trois Gouvernements — anglais, français et italien — le consentement nécessaire pour que la Commission Internationale d'Athènes assume le contrôle des recettes destinées à gager le nouvel emprunt conformément à l'article 2 du protocole, du 15 septembre 1927, ci-dessus mentionné. Pour ce faire, les trois puissances devaient signer l'annexe par laquelle elles s'engageaient à donner les instructions nécessaires à leurs représentants, membres du Comité International. L'annexe fut paraphée le 8 décembre 1927. Le 9 décembre, le Conseil, après avoir examiné préalablement un rapport du Comité Financier, déclarait, sur le rapport de M. Paul-Boncour, représentant de la France et rapporteur chargé par le Conseil de l'étude de l'emprunt grec, que rien ne s'opposait plus à l'ouverture de négociations relatives à la conclusion du dit emprunt.

Aussitôt après, M. Cafandaris engagea les négociations pour hâter l'émission de l'emprunt hellénique. Ce dernier, à la suite du prêt de 12.500.000 de dollars, accordé par les Etats-Unis, ne devait s'élever qu'à £ 6.500.000. Il fut émis le 3 février 1928. Une tranche de 4.070.000 livres a été émise à Londres, à Rome et à Stockholm, et une tranche de 17 millions de dollars à New-York et en Suisse. L'emprunt était conclu à 6 %, amortissable en 40 ans, et au taux d'émission de 91 pour le public, mais pour l'Etat il était fait au prix de 86. La différence de 5 unités provient du paiement de timbres et de frais d'émission. De cette façon, le taux d'intérêt réel était de 6,97 %. Sa valeur nominale était en £ : 7.500.000, afin que son produit net : 6.500.000, ajouté aux 12.500.000 dollars ou 2.500.000 livres-sterling

(1) V. le texte dans *l'Europe Nouvelle* du 28 juillet 1928.

de l'emprunt contracté aux Etats-Unis représente au total les 9 millions de livres jugés indispensables par le Conseil de la Société des Nations pour assainir la situation économique et financière de la Grèce.

Les conditions de cet emprunt furent satisfaisantes. En effet, grâce au concours précieux de la S.D.N., avec l'appui de laquelle cet emprunt fut placé, ce dernier fut plus avantageux que certains autres emprunts internationaux. Il fut en effet moins onéreux que les emprunts de stabilisation hongrois, autrichien, polonais, belge, bulgare et roumain (1) ; aussi, si l'on en compare les conditions avec celles qui furent imposées à la Grèce lors de l'emprunt des réfugiés de 1924 (2), il faut reconnaître que l'appel au crédit témoigne ici d'une amélioration évidente de la situation financière.

Il convient maintenant, après en avoir déterminé les modalités, de donner quelques précisions sur l'emploi de l'emprunt tripartite ci-dessus.

Conformément au protocole signé à Genève le 15 septembre 1927, le produit de cet emprunt, soit £ 9.000.000, fut ainsi affecté :

1° Trois millions de livres-sterling furent mis à la disposition de l'office autonome pour l'établissement des réfugiés.

2° Trois autres millions de livres-sterling étaient destinés à être versés à la nouvelle banque d'émission dite Banque de Grèce. Ils étaient consacrés au remboursement d'une partie de la dette de l'Etat envers la Banque Nationale qui serait transmise à la Banque de Grèce à partir du moment où elle entrerait en activité. Le remboursement d'une partie de cette dette au moyen

(1) V. P. DERTILIS : *La reconstruction financière de la Grèce et la Société des Nations*, p. 141.

(2) V. p. 19.

de devises étrangères provenant de cet emprunt, renforcerait la couverture de la circulation fiduciaire.

3° Enfin, trois millions de livres-sterling furent employés à l'amortissement des déficits budgétaires et à la liquidation des arriérés des années précédentes à 1928. Rappelons que le total des engagements de l'Etat s'élevait à 1.137 millions de drs. Le protocole de Genève confia l'administration de cet emprunt, ainsi qu'il a été dit plus haut, à la Commission Financière Internationale. Il lui allouait aussi les ressources nécessaires pour en assurer le service, savoir : l'excédent des revenus affectés à cette Commission.

C'est au prix de ces sacrifices, parmi lesquels on ne saurait négliger de citer celui que la Grèce a consenti au sujet de l'affaire fameuse qui a trait à la propriété de l'encaisse métallique de la Banque Nationale de Grèce (1), que le Gouvernement hellénique, en 1928, stabilisa la drachme. Voici en quelques mots comment s'est posée cette dernière question au moment de la stabilisation.

Le montant de cette encaisse s'élevait, après la dévaluation de la drachme et à la suite de la stabilisation légale, à 1.200 millions de drachmes équivalentes à 95 millions de drachmes-or. Par conséquent le reste, soit 1.105 millions de drs qui constituait un bénéfice pour la Banque Nationale du fait de la dévaluation de la drachme, devait normalement être attribué à l'Etat, car l'encaisse métallique était détenue par la Banque Nationale de Grèce en sa qualité de représentant de la collectivité ou de l'Etat. On connaît le procédé par lequel, lors de la stabilisation française par la loi du 21 juin 1928, l'Etat s'est acquitté du reliquat de sa dette

(1) V. M. STEFANOPOULOS : *La question de la propriété de l'encaisse métallique de la Banque d'émission en Grèce*. (Thèse Paris, 1929.)

envers la Banque de France, soit 16.639 millions de frs par la revalorisation de son encaisse métallique. Celle-ci, avant la stabilisation légale, s'élevait à 4.140 millions de frs-or ; après la dévalorisation du franc, s'éleva brusquement à 20 milliards environ, fournissant ainsi à la Banque de France un bénéfice apparent de 16.639 millions (1). Or, tandis que dans le cas de la stabilisation française ce bénéfice est allé à l'Etat, dans le cas de la stabilisation hellénique, c'est la Banque qui l'a conservé. Cependant, il est à remarquer qu'ultérieurement, en vertu de la convention du 3 juin 1929, passée entre la Banque Nationale de Grèce et le nouveau Gouvernement présidé par M. Venizelos, la Banque ayant reconnu comme justes les revendications du nouveau Gouvernement à ce sujet, a restitué à l'Etat une somme de 560 millions de drs.

Section A

Le retour à l'étalon-or

Après la conclusion de l'emprunt de 9.000.000 de livres-sterling, destiné à l'assainissement de la situation financière et monétaire, le journal officiel publia le 13 mai 1928, conformément au protocole de Genève du 15 septembre 1927, le décret relatif à la stabilisation de la drachme et au fonctionnement de la nouvelle « Banque de Grèce ». Il nous semble utile d'en énumérer ici les principales dispositions. D'abord, le décret fixait la teneur en or pur de la drachme qui devait servir dorénavant d'unité monétaire ainsi qu'il suit : cinquante et un mille deux cent douze drachmes et quatre-vingt-sept lepta (centimes), 51.212,87, équiva-

(1) V. Professeur RIST : *Cours de Doctorat*, 1930-1931, p. 256.

laient à mille (1.000) grammes d'or pur. Chaque drachme

1

représentait donc ——— grammes d'or pur, soit :

51.212,87

0,01952634 gramme (1).

Ensuite, le fonctionnement de la Banque de Grèce était réglementé. En particulier le décret l'obligeait à échanger ses billets de banque contre du change étranger. En vertu de l'article 5 de ses statuts, elle y était tenue à partir du 14 mai 1928.

Exactement à cette date (2), la Banque commença ses opérations, et le même jour, elle fit publier le communiqué suivant :

« Vu l'article 5 des statuts de notre Banque, et le décret du 12 mai 1928, sur la détermination de la teneur en or pur de la drachme, nous décidons :

« 1° Le change que le siège central de la Banque est obligé de vendre et d'acheter, conformément au paragraphe 1^{er} de l'article 5 des statuts et au prix fixé ci-après, est le change sur Londres.

« 2° La valeur de la livre-sterling par rapport à la drachme, conformément à la teneur en or pur de la drachme déterminée par le décret du 10 novembre 1927, est la suivante :

« Une livre-sterling = 375 drachmes.

3° Le cours auquel la Banque est tenue de vendre et d'acheter le change précité est :

« Prix de vente. C'est la valeur telle qu'elle a été ci-dessus fixée, plus les frais de transport de l'or d'Athènes

(1) Or, étant donné que la teneur de la drachme en or était fixée à l'origine à 0,290322, lors de l'adhésion de la Grèce à l'Union Latine, la drachme ne valait plus après la stabilisation que le 1/5 de sa valeur ancienne.

(2) Nous examinons plus loin les questions relatives à la Banque de la Grèce, v. p.

à Londres (gold point de sortie), s'élevant à 6,67 pour 1.000, soit 2,50 drs.

« Prix d'achat. C'est également la valeur ci-dessus du change sur Londres, diminuée des frais de transport de l'or de Londres à Athènes (gold point d'entrée). Ceux-ci représentant également 6,67 pour 1.000, soit 2,50 drs. »

Ainsi, et conformément à l'article 9 du décret-loi du 10 novembre 1927, ratifiant le protocole de Genève, toutes les restrictions en vigueur sur le change ont été supprimées à partir du 14 mai 1928, date à laquelle la Banque de Grèce a commencé à fonctionner. La liberté d'achat et de vente du change étranger était donc intégralement restaurée, mais la Banque de Grèce était seule tenue d'effectuer ses opérations au cours de stabilisation qui ne pouvait être pour ses achats de livres inférieur à drs : 372,50, et pour ses ventes supérieur à drs : 377,25.

Après l'examen de ces dispositions, trois remarques s'imposent : d'une part, l'obligation assumée par la Banque de Grèce de rembourser à vue à un prix fixé d'avance tout billet de banque qui serait présenté à ses guichets équivalait à la suppression définitive du cours forcé qui était en vigueur depuis 1885. D'autre part, la loi monétaire du 12 mai 1928 introduisait en Grèce le monométallisme-or. Enfin, le système monétaire adopté par la Grèce, en ce qui concerne la convertibilité des billets de sa banque d'émission, n'était autre que celui de l'étalon de change or (gold exchange standard). En effet, la Banque de Grèce était tenue de rembourser ses billets, en livres anglaises et au taux de 375 drs pour chaque livre-sterling.

Ainsi la drachme, si elle était convertible en devises rattachées à l'or, ne l'était pas directement en or, ou plus exactement elle l'était par le détour de la livre.

Au Gold exchange standard et au taux de stabilisation nous allons consacrer les deux paragraphes qui vont suivre.

§ 1. — *Le gold exchange standard introduit par la stabilisation hellénique. — Critique du système.*

La Grèce, pour stabiliser sa monnaie, avait donc choisi, parmi les trois systèmes monétaires connus, le gold exchange standard (1). Ce qui caractérise principalement ce système, c'est que la valeur de l'unité monétaire d'un pays donné n'est pas liée directement à la valeur d'une certaine quantité d'or, mais en dépend indirectement par l'intermédiaire d'une autre unité monétaire, rattachée immédiatement à l'or. En effet, d'après la stabilisation, la Banque de Grèce n'était tenue de rembourser la contre-valeur de ses billets qu'en devises étrangères convertibles en or et plus spécialement en devises anglaises au taux de la stabilisation, c'est-à-dire 375 drs pour une livre-sterling.

Ainsi, le système monétaire qu'avait adopté la Grèce n'était autre que le gold sterling standard. Ce système est sans doute le même que celui du gold exchange standard, puisque le lien qui unit la valeur de l'unité monétaire d'un pays avec l'or est la devise étrangère,

(1) On distingue le gold standard, le gold bullion standard et le gold exchange standard :

Le gold standard est le régime du monométallisme-or avec convertibilité des billets de banque en pièces d'or et circulation effective des monnaies d'or à l'intérieur du pays.

Le gold bullion standard est le régime monétaire dans lequel les billets sont convertibles en lingots d'or avec lesquels les débiteurs peuvent payer leurs dettes à l'étranger. Les pièces d'or ne circulent pas dans le pays.

Enfin, le gold exchange standard est un régime monétaire caractérisé par le fait que les billets de banque sont convertibles non pas en métal, mais en devises étrangères que la banque d'émission vend à un taux fixe. Il n'y a pas de monnaies d'or en circulation.

convertible en or. Néanmoins, ces deux systèmes diffèrent en fait plus qu'il ne semble, car, d'après le gold sterling, la devise en laquelle doit être convertie l'unité monétaire d'un pays donné, est préalablement fixée par la loi. Un lien étroit se noue donc entre la valeur de l'unité monétaire du pays qui pratique ce système et la devise étrangère à laquelle cette unité est rattachée. Si la devise étrangère abandonne sa parité-or, une telle situation a son contre-coup sur la monnaie du pays soumis au gold exchange standard. Ces principes étant posés, il faut maintenant répondre à une question : Pourquoi la Grèce avait-elle adopté, lors de la stabilisation, le gold exchange standard (1) de préférence aux deux autres systèmes ? Les motifs que l'on peut présenter pour justifier une semblable solution sont doubles : 1° La Grèce avait adopté ce régime pour ses avantages techniques ; 2° Elle se conformait aux recommandations de deux conférences internationales tenues l'une à Bruxelles en 1921 et l'autre à Gênes en 1922. Les membres de ces deux conférences avaient redouté une baisse notable du rendement futur des mines d'or : pour pallier à une pénurie éventuelle du métal jaune, on a cherché les moyens d'économiser l'or (2).

(1) V. généralement, sur le gold exchange standard, l'ouvrage de M. NOGARO : *La Monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*, Paris, 1924. M. Feliks MLYNARSKI : *La Réforme de l'étalon de change-or*, dans *Revue d'économie politique*, 1930, p. 54, et : *La Crise de l'étalon de change-or*, même Revue, 1932, p. 16 ; LE BRANCHY : *Essai sur le gold exchange standard*. (Thèse Paris, 1933.) Spécialement pour la Grèce : DERTILIS, sa thèse déjà citée, p. 203 ; ZOLOTAS : *Stabilisation légale*, Athènes, 1929, p. 158.

(2) On doit mentionner également comme confirmation de ce principe les conclusions officielles proposées par le memorandum sur les monnaies publié à Genève en 1924. V. aussi le rapport de la Délégation de l'or du Comité financier de la S.D.N. publié en 1930. Ces craintes sont, tout au moins jusqu'à présent, démenties par les faits. V. ZOLOTAS : *L'étalon-or en théorie et en pratique*, Paris, 1933, p. 134. V. également LE BRANCHY : *Essai sur le gold exchange standard*, op. cit., p. 145.

L'étalon de change-or a été fondé sur la remarque suivante : L'or sert surtout au règlement de la balance des paiements, dans les échanges internationaux. A l'intérieur de chaque pays, les billets de banque ne furent plus remboursables en or pendant la guerre mondiale. Du reste, nul Etat ne se souciait après la paix de remettre l'or en circulation. De cette observation, on a cru pouvoir déduire logiquement que la structure monétaire d'un pays ne devrait pas nécessairement reposer sur l'or. Les devises, c'est-à-dire le droit de recevoir de l'or, prétendait-on, peuvent être incluses dans les réserves générales de la Banque d'émission au même titre que l'or et peuvent garantir les billets en circulation. On a aussi estimé que seules quelques banques d'émission, choisies parmi celles des Etats dont la situation économique est la plus importante, devraient être soumises au régime de l'étalon-or sous sa forme de gold Bullion standard. Le reste du monde pourrait utiliser les devises remboursables en or dans les grands centres d'or, ces devises étant portées sur ces places pour y être converties.

Aussi le Comité Financier de la Société des Nations estima-t-il que les devises étant rigoureusement équivalentes à l'or, se mit en œuvre à faire valoir les principes consacrés à Genève et à Gênes dans toutes les stabilisations pour lesquelles fut demandé son appui.

La Grèce, ayant entrepris sa restauration monétaire sous les auspices et avec le concours de la S. D. N., était obligée de se conformer à cette tendance générale. De plus, ne disposant pas de ressources suffisantes pour stabiliser sa monnaie par ses propres forces, elle dut recourir également aux crédits étrangers. Cette collaboration se traduisit par la conclusion de l'emprunt de la stabilisation de 9 millions de livres-sterling, dont le tiers, soit 3 millions, fut utilisé, nous l'avons déjà

signalé, pour renforcer la couverture de la nouvelle banque d'émission hellénique.

Mais ces considérations théoriques sur la nécessité d'économiser l'or ne furent pas les seuls motifs qui ont déterminé le Gouvernement grec à appliquer ce système. Il l'a fait également en raison des avantages que celui-ci présente pour les pays qui y recourent. Les avantages qu'on lui reconnaît habituellement sont, d'une part, la possibilité de toucher des intérêts sur les dépôts en devises or confiés aux banques étrangères. Voici les intérêts qu'a touchés la Banque de Grèce jusqu'en 1931 :

	Drs	Taux d'int.
14 mai à 31 déc. 1928	83.201.291 ou £ 221.896	4 %
31 décembre 1929	149.160.142 ou £ 397.387	5,19 %
31 — 1930	80.718.138 ou £ 215.248	2,85 %
31 — 1931	44.842.803 ou £ 119.580	1,90 %

La diminution qui apparaît dans les deux dernières années était due non seulement à la réduction des avoirs de la banque à l'étranger mais aussi à celle du taux de l'intérêt moyen.

D'autre part, le jeu normal du gold exchange standard est moins onéreux que les deux autres systèmes monétaires. L'envoi de traites ou de chèques à l'étranger est moins coûteux que l'envoi d'or. De plus, la banque peut aisément contrôler le marché des changes par l'achat et la vente des devises étrangères, en surveillant le cours du change dans les limites des gold-points. Elle peut aussi agir sur le volume de la circulation, car, en achetant des devises, elle augmente la quantité de billets et, en vendant des devises, elle obtient un résultat inverse par la contraction de la circulation.

Telles sont, brièvement résumées, les principales raisons qui incitèrent la Grèce à choisir le Gold exchange

standard comme régime monétaire lors de son retour à l'étalon-or.

L'origine de ce système réside dans une série de mesures empiriques prises avant la guerre par plusieurs pays qui, en dépit d'un papier-monnaie ou d'une monnaie métallique dépréciée par rapport à l'or, telle la monnaie d'argent, tentèrent de stabiliser les changes étrangers. Pour ce faire, ils créèrent un fonds de réserve important en or ou en devises étrangères convertibles en or, fond de réserve conservé sur leur territoire ou déposé dans des grands centres financiers, généralement à Paris ou à Londres. Il était destiné à régler les paiements que ces pays devaient effectuer à l'étranger (1).

La première application de ce système intervint d'abord lors des deux réformes monétaires indoues en 1883 et en 1898. D'autres pays également à monnaie d'argent y recoururent. Leur choix s'expliquait du reste par des motifs assez différents de ceux qui avaient conduits les Indes. Que ce soit aux Philippines, en 1903, au Mexique ou dans la République de Panama, en 1904, ce but, cependant, était toujours identique : assurer la stabilité des changes.

Ce système fut également utilisé par des pays à monnaie de papier inconvertible. Ainsi procéda la Banque d'Autriche-Hongrie, lors de la réforme monétaire de 1898 par laquelle le Ministre Dunajewski substitua la couronne à l'ancien florin autrichien. Il fut aussi employé par la République Argentine en 1899, par le Brésil en 1905, et l'on se souvient que la Grèce, dans la loi

(1) V. la conférence de M. Edmond LEBÉE faite à l'Ecole Libre des Sciences Politiques et Economiques dans : *Les doctrines monétaires à l'épreuve des faits*, p. 129. V. également le cours de doctorat de M. RIST, année 1930-1931, p. 148, sur *Les Réformes monétaires d'avant-guerre*. V. également l'ouvrage déjà cité de M. DAMIRIS, p. 150 et suiv.

FXMB' de 1919, avait opté en faveur d'un procédé analogue. Notre introduction historique a brièvement décrit le fonctionnement de cette loi et elle a indiqué les circonstances qui provoquèrent l'échec de ce régime. Ajoutons ici que, entre la loi grecque de 1910 et le gold exchange standard sous sa forme actuelle, existent certaines différences qui sont du reste pour l'un et l'autre, tantôt un avantage, tantôt un inconvénient. Par exemple, les billets émis en application de la loi FXMB' étaient fort bien garantis, car ils étaient couverts dans la proportion de 100 % par de l'or ou des devises convertibles en or. Dans le système du gold exchange standard, la couverture des billets n'est en général que de 40 %. Ainsi, en ce qui concerne la certitude du remboursement, la loi grecque l'emportait. En ce qui a trait à la souplesse du régime, au contraire, le gold exchange standard est de beaucoup préférable.

Mais si le gold exchange standard présente des avantages, en revanche, il suppose des inconvénients assez sérieux (1).

Parmi ces derniers, insistons spécialement sur ceux que la crise monétaire a mis en pleine lumière.

En premier lieu, le gold exchange standard, au point de vue proprement monétaire, tend à fausser le jeu normal du change. Le mouvement des devises, c'est-à-dire le transfert des crédits, constitue un élément régulateur beaucoup moins parfait que ne le sont les mouvements du métal. Un exode des capitaux productifs, en raison de l'aisance même avec laquelle il s'effectue, ne nécessite pas, au même degré qu'un exode d'or, la vigilance des Instituts d'émission intéressés. Il ne provoque donc pas une action défensive aussi rapide pour restreindre la diminution de l'encaisse.

(1) V. ZOLOTAS : *L'étalon-or*, op. cit., p. 49.

Plus graves encore sont les inconvénients que nous devons examiner maintenant. C'est l'interdépendance qui se crée entre l'unité monétaire du pays qui adopte le gold exchange standard et la devise étrangère à laquelle cette unité monétaire est liée. D'autre part, une dépréciation éventuelle de cette devise étrangère constitue un danger pour les banques d'émission qui ont déposé une partie de leur encaisse dans les centres d'or. Les périls d'une telle interdépendance sont évidents. Une dépréciation de la devise sur laquelle repose la convertibilité de l'unité monétaire du pays à gold exchange standard a inéluctablement sa répercussion (1). Mais, le péril n'est pas seulement limité à la nation qui vit sous le régime du gold exchange, il s'étend aussi à celle dont la devise sert de base de convertibilité.

Si la défiance à l'égard de cette monnaie se développe, à cause des motifs politiques économiques ou financiers, les pays qui pratiquent le gold exchange standard se hâteront de convertir en or les devises qu'ils détiennent. De nombreux Etats, après la chute de la livre-sterling s'empressèrent de liquider leurs devises étrangères qu'ils détenaient en faisant importer de l'or. Une telle conversion aussi rapide que massive peut compromettre la stabilité de la devise qui en est l'objet (1). Au surplus, les pays qui ont adopté le gold exchange standard n'ont pas trouvé une sécurité même temporaire. Ils ont vécu au contraire depuis 1931 sous le signe de l'insécurité

(1) V. les deux articles de M. Alfred LANDSBURGH reproduits dans *Le Capital* des 15 et 16 décembre 1931. L'auteur conclut en disant que l'aggravation de la crise actuelle tient en majeure partie au principe néfaste des couvertures en devises, du gold exchange standard, et de l'accumulation massive des créances à court terme sur l'étranger dans les banques d'émission.

(1) ZOLOTAS : *L'étalon-or en théorie et en pratique*, Paris, 1933, p. 232.

permanente. Après l'abandon de l'étalon-or par la Grande-Bretagne, les banques d'émission, obligées par leurs statuts de lier la convertibilité de leur billets à une devise-or, ont dû substituer à la livre-sterling une autre monnaie qui demeurerait remboursable en or tels le dollar ou le franc français. Mais lorsque, à la suite de la crise bancaire et financière que traversèrent les États-Unis, M. Roosevelt décida de renoncer effectivement à l'étalon-or, les banques d'émission, qui avaient choisi comme base de la convertibilité le dollar, ont dû recourir une fois de plus à une autre devise étrangère-or, au franc français. Il est évident que les effets de tels changements ne sauraient être que désastreux pour l'économie des pays à gold exchange standard : pertes matérielles de la banque d'émission, effet psychologique défavorable, car la dévaluation de la devise à laquelle est liée la monnaie nationale jette la suspicion sur cette dernière. Nul doute que le gold exchange standard n'ait sa large part de responsabilité dans la baisse de la drachme. En effet, la Banque de Grèce étant tenue par l'application de ce régime de détenir parmi son encaisse une importante quantité de devises anglaises, la chute de la livre lui a causé une perte matérielle assez importante. En outre, l'abandon de l'étalon-or par la Grande-Bretagne l'a obligée à exclure immédiatement de son encaisse les devises anglaises qui n'étaient plus convertibles en or (ainsi que le lui imposaient ses statuts). Il a donc entraîné une diminution de celle-ci. De plus, la Banque de Grèce dut emprunter une somme en dollars égale aux devises anglaises qu'elle possédait et qu'elle ne pouvait plus compter parmi ses réserves. Sinon, la proportion légale, imposée par ses statuts (40 % du montant des exigibilités à vue), aurait été transgressée. Enfin, l'importance du facteur psychologique doit être dès maintenant signalée. Il a exercé

une influence évidente sur la baisse de la drachme, ainsi que nous l'apprendra la seconde partie de cette étude

§ II. — *Le taux de la stabilisation et les prix.*

Parmi les problèmes posés par la stabilisation, l'un des plus âprement discutés fut — et il en a été de même dans tous les pays qui recoururent à cette mesure — le choix du niveau auquel devait être fixé la valeur de la nouvelle drachme-or. Cette question, qui déjà nous semble quelque peu lointaine, a alimenté cependant les controverses après la chute de la drachme, et certains économistes ont prétendu que l'abandon de l'étalon-or par la Grèce, fut en grande partie, la conséquence d'une mauvaise détermination du taux de stabilisation. Il importe donc d'examiner si ces objections sont, ou non, fondées. Bien entendu, on ne saurait envisager certaines suggestions qui ont été présentées à l'époque de la stabilisation en vue d'une revalorisation de la drachme au pair. Une revalorisation de la drachme au pair était impossible, eu égard aux inconvénients généraux d'une telle politique, eu égard aussi à la situation particulière de la Grèce. Une semblable mesure aurait été plus un mal qu'un bien (1). C'est donc à bon droit que fut écartée toute idée de revalorisation de la drachme. Reste dès lors à considérer le taux de stabilisation choisi par le Gouvernement.

La Grèce, comme les autres pays, a procédé à la sta-

(1) V. sur l'intérêt que présentait cette question à l'époque des réformes monétaires, M. J. KEYNES : *La Réforme monétaire*, Paris, 1924, p. 167. *Dévaluation ou déflation*, Spécialement pour la Grèce, V. la thèse déjà citée de M. DERTILIS : *La Reconstruction financière de la Grèce et la Société des Nations*, p. 212. ZOLOTAS : article dans la *Revue mensuelle économique et sociale de la Grèce*, 30 septembre 1927, p. 449. La même revue du 31 décembre, p. 671, et les différentes opinions à ce sujet de MM. COFFINAS, VOURLÓUMIS, TANTALIDÈS, etc...

bilisation de sa monnaie en deux étapes. La première étape commence au début de 1927. Elle constitue la stabilisation de fait de la drachme. Nous avons étudié ci-dessus la situation antérieure de la Grèce au point de vue monétaire et financier jusqu'à cette époque. Grâce aux mesures prises, la Grèce put obtenir la stabilité du change étranger. En effet, la livre-sterling, depuis les premiers mois de 1927, jusqu'à la stabilisation légale du 14 mai 1928, date qui détermine la deuxième étape de la stabilisation hellénique, avait relativement fort peu varié. Ses fluctuations atteignirent au maximum 375 drs en février et mars 1927, et au minimum 360 en juin de la même année. Or, étant donné que même sous le régime de l'étalon-or le cours des changes peut se mouvoir entre les gold-point d'entrée et de sortie, il est permis de considérer cette période comme une période de stabilisation de fait de la drachme. Ainsi le cours moyen de la livre se maintient aux environs de 366 drs. Pour renforcer encore la couverture de la Banque de Grèce et pour défendre la nouvelle drachme-or contre tous risques futurs, le décret de stabilisation ci-dessus mentionné fixa la valeur extérieure de la drachme à 375 drs = 1 livre-sterling (prix correspondant à la teneur en or de la drachme). C'est à ce prix que la Banque de Grèce était obligée de rembourser ses billets conformément à sa déclaration du 14 mai 1928 qui instaurait le gold exchange standard. On voit donc par là que la valeur extérieure de la drachme n'était pas fixée au gré du hasard. Elle représentait au contraire presque exactement le cours auquel la devise anglaise s'était établie sur le marché pendant une période assez prolongée. Loin d'être arbitraire, elle était en effet la résultante d'une expérience prudemment poursuivie.

Mais, comme on le sait, toute monnaie a deux valeurs :
1° sa valeur extérieure, c'est-à-dire sa valeur sur le

marché des changes, et 2° sa valeur intérieure qui constitue son pouvoir d'achat, c'est-à-dire la quantité de biens et de services de toute espèce que l'on peut se procurer avec une quantité déterminée de monnaie.

Or, il est évident que le pouvoir d'achat d'une monnaie doit correspondre, sinon exactement du moins assez, à sa valeur extérieure et à sa teneur en or. La stabilisation légale ayant fixé la valeur extérieure de la drachme à 375 drs = 1 livre-sterling, il importe donc de considérer si à ce moment, ou au cours des années qui s'écoulèrent jusqu'à la crise monétaire, cette devise avait un pouvoir d'achat correspondant à sa valeur extérieure. En d'autres termes, il faut examiner d'une part si la stabilisation légale de la drachme s'était effectuée à un niveau bas ou à un niveau élevé par rapport à son pouvoir d'achat, et d'autre part, quelle fut l'évolution de ce dernier jusqu'à la crise monétaire.

Pour ce faire, il faut étudier tout d'abord quel était le niveau général des prix en Grèce, à l'époque de la stabilisation de la drachme. Ensuite, il faut le comparer à celui des prix mondiaux. Cependant, s'il est assez facile de résoudre la première question, il n'en est pas de même pour la deuxième, car faute d'indices des prix de gros qui n'existaient pas à l'époque de la stabilisation, l'on doit faire cette comparaison sur les seuls indices des prix de détail. Ce mode de comparaison laisse place à des approximations, voire même à des erreurs. Il ne permet pas d'envisager l'ensemble du problème. Outre l'insuffisance des données statistiques, les différences, qui séparent les méthodes de calcul des nombres indices dans les divers pays, en compliquent encore la solution. Malgré ces inconvénients, nous allons essayer quand même de répondre aussi exactement que possible à l'ensemble de ce problème.

L'indice des prix de détail évalué par la statistique

générale de Grèce a comme base l'année 1914. Il est calculé d'après 60 articles d'alimentation. Les renseignements sont recueillis dans 106 villes de Grèce.

En prenant l'année 1914 comme point de départ (1914 = 100), nous constatons que la hausse des prix en Grèce se manifesta tout d'abord durant la guerre et s'est accélérée encore depuis la fin des hostilités. Elle a accompagné dans une large mesure la dépréciation extérieure de la devise nationale.

Voici l'évolution de l'indice des prix de détail depuis 1914 jusqu'à 1928 (1) :

1914	100	1921	412
1915	119	1922	602
1916	159	1923	1217
1917	264	1924	1303
1918	360	1925	1506
1919	324	1926	1683
1920	346	1927	1888

Notons que cet indice des prix de détail était dans une certaine mesure influencé par les mesures de taxation que les divers gouvernements de cette période avaient édicté pour combattre la vie chère. Elles étaient plus ou moins disparues cependant au cours de la période de stabilisation du fait de la drachme de sorte que l'indice rend assez exactement compte du niveau général des prix pendant cette période.

Durant les quatre premiers mois de 1928 avant la stabilisation légale — 14 mai 1928 — l'indice des prix de détail était, respectivement : 1991 en janvier 1928, 1965 en février, 1968 en mars et 2005 en avril, soit, évalués en or : 137, 138, 136, 136, ce qui représente en moyenne 136. Corrélativement, l'indice des prix de détail était en Angleterre : 159, 155, 155, 154. Il oscillait donc autour de 155. De même, l'indice des prix de détail américain était

(1) Statistique générale de la Grèce.

voisin de 160. Ainsi, une importante disparité existait entre les prix grecs et ceux de l'Angleterre ou des Etats-Unis. L'écart était de 19 unités-or avec les prix anglais et de 25 unités-or avec les prix américains. Si l'on compare, eu égard à une semblable disparité, les prix grecs à ceux de la Grande-Bretagne ou des Etats-Unis qui étaient des prix-or, on constate que le pouvoir d'achat intérieur de la drachme lors de la stabilisation était bien supérieur à son pouvoir d'achat extérieur. Le niveau de la stabilisation hellénique fut donc bas, comme celui des stabilisations française et belge. Il est facile de le constater : en divisant l'indice des prix anglais par l'indice des prix grecs et en multipliant ensuite le quotient par l'ancienne parité de la livre avec la drachme de 1914, l'on obtient alors (indice du mois d'avril) : 2005

$$\text{—} = 13 \times 25,23 = 327,99, \text{ soit le cours réel de la livre } 154$$

résultant du pouvoir d'achat intérieur de la drachme. Or, la stabilisation ayant porté la valeur extérieure de la drachme à un niveau encore plus bas en fixant le cours de la livre à 375 drs, avait ainsi créé une marge assez importante entre le pouvoir d'achat de la drachme à l'intérieur et sa valeur extérieure. Ceci constituait évidemment une prime pour les exportations. En effet, comme nous le montrera le chapitre relatif à la balance commerciale, les exportations de la Grèce, et en poids et en valeur, ont augmenté après la stabilisation.

Voici quelle fut, à titre documentaire, l'évolution des exportations jusqu'en 1930 :

Années	Tonnes	Valeur en millions de drs stabilisés
1927	632.461	6.040
1928	665.369	6.282
1929	748.000	6.985
1930	766.000	5.985

La diminution en valeur des exportations qui se manifeste à partir de 1930 était due à la baisse considérable des prix de certaines exportations helléniques, produits de luxe, tels le tabac et le raisin sec, qui avaient immédiatement subi le contre-coup de la crise économique. En tout cas, pendant les trois premières années qui suivirent la stabilisation légale, les exportations s'accrurent à tout le moins en poids.

Dès lors, les critiques qui visent le taux de stabilisation choisi en 1928, aux termes desquelles le cours de la livre aurait dû être fixé, soit à 350 drs d'après M. Zolotas, soit à 225 drs d'après M. Rediadès (2), soit enfin à 270 drs d'après M. Pesmatjoglou (3), nous paraissent assez peu justifiées.

Ces économistes ont en effet reproché à la stabilisation légale d'avoir fixé la valeur extérieure de la drachme à un niveau relativement bas. Or, étant donné le déséquilibre qui existait en 1928 entre les prix grecs et les prix des pays à étalon-or soit anglais, soit américain, il aurait fallu que les premiers s'élevassent assez pour se mettre à la parité des prix-or mondiaux. Une hausse relative des prix grecs se serait donc imposée pour atténuer les inconvénients du cours très faible adopté par la stabilisation de 1928.

Une telle objection dépasse le cas limité de la Grèce, elle fait intervenir la notion d'uniformité des prix mondiaux. Or, sur ce problème, voici la pensée de M. le Professeur Aftalion : « Assurément, écrit M. Aftalion (4), il est des facteurs qui poussent à l'uniformité des prix. Les

(1) V. *Stabilisation légale*, op. cit., p. 154.

(2) V. son article dans *Ergacia*, n° 111 du 13 février 1932.

(3) V. son article dans le quotidien *Proia* du 7 décembre 1931.

(4) V. l'ouvrage de M. AFTALION : *Monnaie et Industrie*, Paris, 1929, p. 52.

relations internationales tendent à unifier les conditions économiques, à atténuer les différences, à exercer une œuvre de nivellement. Dans les pays où les prix sont trop bas, les achats des étrangers se multiplient, les exportations augmentent, et cette augmentation relève les prix. Là où les prix sont trop élevés, les importations affluent et cette affluence déprime les cours. »

« On doit reconnaître néanmoins, continue M. Aftalion, que des facteurs de différenciation des prix entre les divers pays continuent de subsister. N'en existe-t-il pas aussi entre les diverses parties d'un même pays ? En dépit des progrès accomplis qui, au point de vue économique, ont tellement rapproché les unes des autres toutes les parties du monde, les prix de transport, la difficulté aussi des transports de nombre de produits, matières pondéreuses, matières périssables, matières trop volumineuses, la barrière des droits de douane souvent si élevée, l'imparfaite mobilité des hommes également, retenus là où ils se trouvent par toute la force des habitudes et des affections, constituent de sérieux obstacles à l'interpénétration des diverses régions, à la tendance à l'uniformité. »

Précisément, c'est ce qui advint à la Grèce, ainsi qu'il en ressort de la comparaison de deux tableaux insérés pp. 59 et 60. Le niveau général des prix grecs évalué en or est resté pendant toute la période de la stabilisation inférieur au niveau général des prix-or, soit anglais, soit américain.

Essayons donc maintenant, à l'aide des statistiques, de suivre l'évolution des prix grecs depuis la stabilisation jusqu'à la déclaration de la crise monétaire.

Remarquons dès maintenant que pour les prix de gros, c'est à l'indice des prix de gros calculés par le con-

seil économique supérieur (1) qu'il faut se référer. Cet indice officiel est établi sur la base des années 1913-1914 = 100, d'après les prix de gros de 60 articles divisés selon leur nature en quatre catégories. Ces articles sont : 1° produits agricoles : 20 ; 2° produits animaux : 8 ; 3° produits industriels et chimiques : 27 ; 4° matières combustibles : 5 ; total : 60. Cet indice n'existe pas pour les années antérieures à 1929. Quant à celui des prix de détail, c'est l'indice dressé par la statistique générale de la Grèce. Enfin, l'indice du coût de la vie est également publié par la statistique générale de la Grèce d'après l'année 1910 = 100, calculé d'après 44 articles. Nous l'avons emprunté, ainsi que les nombres indices anglais et américains, à l'annuaire statistique de la S. D. N. (2).

Nous avons vu plus haut que l'indice des prix de détail en Grèce, en l'absence d'indice des prix de gros, était, en avril 1928, c'est-à-dire pendant le dernier mois précédant la stabilisation légale, à 2.005. Après cette réforme, une baisse assez légère se manifesta. Elle dura jusqu'à l'avant dernier mois de cette même année et fut ensuite suivie d'une hausse relative. Par contre, l'indice du coût de la vie a laissé apparaître une faible hausse qui, après avoir duré jusqu'au milieu de l'année 1929, déclina ensuite progressivement.

Depuis 1929, nous possédons des indices des prix de gros qui nous permettent de mieux suivre les variations du pouvoir d'achat de la drachme. Or, comme le montre

(1) V. *L'indice des prix de gros en Grèce*. Publication du Conseil Supérieur Economique, Athènes, 1933. Le Conseil Economique Supérieur est une institution récente ne datant que depuis 1931. Ses attributions sont : 1° L'étude des mesures économiques prises par les différents Etats étrangers et le choix de celles qui sont susceptibles d'être appliquées aux conditions économiques de la Grèce ; 2° La réunion des diverses données statistiques du pays.

(2) V. *Annuaire statistique de la S. D. N.*, 1931/1932, p. 316-318.

le tableau ci-après, cet indice, après avoir faiblement tendu vers la hausse, au cours des quatre premiers mois de 1929, commença ensuite à diminuer. L'indice du coût de la vie présenta un mouvement assez analogue. En revanche, l'indice des prix de détail resta, pendant cette année, presque stationnaire.

A partir de 1930, subissant l'influence de la baisse générale des prix mondiaux et de la crise économique qui déjà avait aussi commencé à agir en Grèce, l'indice des prix de gros, l'indice des prix de détail, enfin, l'indice du coût de la vie décreurent progressivement jusqu'à la veille de la chute de la livre-sterling.

L'impulsion vers la baisse fut donnée, comme il est normal, par l'indice des prix de gros, car ce dernier suit plus rapidement des fluctuations des prix extérieurs. En résumé, la baisse des prix en Grèce, depuis la stabilisation légale de la drachme jusqu'à la chute de la livre-sterling, atteignit 22 % pour les prix de gros, compte tenu du fait que cet indice part de l'année 1929, 19 % pour l'indice du prix de détail, et 11 % pour l'indice du coût de la vie.

Si l'on veut maintenant comparer l'évolution des prix grecs devenus depuis la stabilisation légale des prix-or à celle parallèle des prix mondiaux anglais ou américains, on peut constater, ainsi qu'il en ressort des tableaux ci-après, que les premiers, durant toute cette période, furent inférieurs aux seconds.

La baisse des prix de gros est de 27 % pour les prix anglais (1) et de 25 % pour les prix américains. Celle des

(1) Il ne s'agit en effet que de la baisse relative de l'indice des prix de gros donné par le *Board of Trade* qui est l'indice officiel. Pour les autres indices, celui de *Statist* et de *l'Economist*, la baisse est plus importante encore. Elle est de 35 % pour l'indice du premier et de 38 % pour celui du second. Il nous paraît préférable de nous baser sur l'indice du *Board of Trade* qui est l'indice officiel, comme c'en est d'ailleurs l'indice des prix de gros en Grèce publié par le Conseil Economique Supérieur.

prix de détail est de 16 % pour les prix anglais et de 20 % pour les prix américains. Enfin, le coût de la vie a diminué de 11 % pour l'Angleterre et de 16 % pour l'Amérique. Ainsi, principalement pour l'indice des prix de gros, la baisse fut plus importante en Angleterre et en Amérique qu'en Grèce. Mais, dès la stabilisation, les prix grecs étaient inférieurs à ceux de ces deux pays. Aussi, compte tenu du taux de la stabilisation, la chute plus accentuée des prix étrangers n'a pas néanmoins fait disparaître la disparité entre eux et ceux de Grèce. Cette inégalité subsista pendant toute cette période au profit des prix grecs, ou, ce qui est identique, le pouvoir d'achat de la drachme demeura pendant toute cette période plus grand à l'intérieur qu'à l'extérieur.

Il est vrai que depuis le dernier mois de 1930 une disparité relativement légère se manifesta entre l'indice des prix de gros grec et celui calculé par l'« Economiste » anglais. Nous ne croyons pas que ce fait ait pu exercer une influence quelconque sur la stabilisation de la drachme. En effet, ainsi qu'il apparaît à la lecture des deux tableaux ci-après, l'indice des prix de gros grec comparé avec les autres indices, est resté jusqu'à la veille de la déclaration de la crise monétaire, inférieur à l'indice de Board of Trade et à l'indice américain du Bureau of Labor.

Certains économistes se sont cependant fondés sur la théorie de la parité du pouvoir d'achat de la monnaie du professeur Cassel. Ils ont attribué la diminution de l'encaisse de la Banque de Grèce, qui commença en 1930, à un accroissement de la demande des devises étrangères. Or, cette dernière serait la conséquence de la disparité des prix (1).

(1) V. ZOLOTAS : *La Grèce et les charges de sa dette publique*, Athènes, 1931, p. 98. De même : *Etudes monétaires*, Athènes, 1932, p. 57 et 109.

D'après la théorie de la parité du pouvoir d'achat de la monnaie de M. Cassel, les deux pouvoirs d'achat extérieur et intérieur d'une monnaie tendent toujours à s'égaliser. D'autre part, lorsque se manifeste une inégalité entre eux, le cours du change doit tendre à la supprimer et à donner à une devise sur les marchés extérieurs le pouvoir d'achat qu'elle possède à l'intérieur. Voici comment l'on explique la diminution de l'encaisse de la Banque de Grèce. A partir du deuxième semestre de 1930, l'indice des prix de gros calculé par l'« Economiste » commença à décroître plus que ne le fit l'indice des prix de gros grec. De cette façon, une disparité apparaissait entre les prix grecs et ceux de l'étranger. Le cours du change devrait alors hausser pour égaliser cette disparité. Mais la Banque de Grèce, tenue de veiller sur la stabilité de la drachme, devait empêcher le cours du change de dépasser le taux de la stabilisation. Alors, devait se produire une baisse des prix intérieurs destinée à les égaliser avec les prix étrangers. Mais la baisse du niveau des prix intérieurs ne pouvait se produire qu'à la suite d'une importante diminution de la quantité de monnaie en circulation. En effet, d'après ces économistes, la disparité entre les prix grecs et les prix étrangers -- calculés par l'« Economiste » -- créait une demande de devises étrangères. La Banque de Grèce, pour y satisfaire, vendait des devises. Cette opération effectuée, la Banque, en échange des devises vendues, diminuait la circulation et par conséquent faisait baisser les prix intérieurs.

Voilà comment l'on a entendu justifier la réduction de l'encaisse de la Banque de Grèce depuis le milieu de 1930 jusqu'à la chute de la livre-sterling.

Nous estimons que cette explication appelle certaines critiques.

En dehors des réserves qu'on peut exprimer au sujet

de la théorie de la parité du pouvoir d'achat de la monnaie (1), nous ne pouvons pas admettre que le niveau général des prix grecs de cette époque fut réellement au-dessus du niveau général des prix étrangers, par le seul fait que l'indice de l'« Economiste » était devenu supérieur à l'indice des prix de gros grec. Si nous comparons ce dernier avec celui de Board of Trade qui est l'indice officiel pour l'Angleterre, ou avec celui du Bureau of Labor, nous constatons que bien au contraire les prix grecs sont restés inférieurs aux prix, soit anglais, soit américains. Certes, ce n'est pas cette disparité de l'indice des prix de gros grec avec l'indice de l'« Economiste » — disparité d'ailleurs faible — qui fut la cause de la diminution de l'encaisse de la Banque de Grèce. Les causes ne résident pas dans ce fait en lui-même assez ténu, elles sont ailleurs et elles sont infiniment plus complexes.

(1) V. l'ouvrage de M. le professeur AFTALION : *Monnaie, prix et change*, p. 271 et suiv.

Nombres indices en Grèce ; Base 1914 = 100

ANNÉES	Des prix de détail		Des prix de gros		Du coût de la vie	
	En drs.	En or	En drs.	En or	En drs.	En or
1928						
mai.....	1975	132			1859	125
juin.....	1966	132				
juillet.....	1876	124				
août.....	1874	124			1868	126
septembre.....	1902	128				
octobre.....	1944	131				
novembre.....	1962	132			1917	129
décembre.....	1999	134				
1929						
janvier.....	2012	135	1817	122		
février.....	2047	137	1836	123		
mars.....	2072	141	1851	124	1952	131
avril.....	2060	138	1854	124		
mai.....	2049	137	1848	124		
juin.....	2011	135	1823	122	1950	131
juillet.....	2008	134	1813	121		
août.....	1976	132	1793	120		
septembre.....	1992	134	1794	120	1891	127
octobre.....	1981	134	1782	119		
novembre.....	2014	135	1769	118		
décembre.....	2000	134	1760	118	1879	126
1930						
janvier.....	1962	131	1765	118	1842	124
février.....	1924	129	1770	117	1776	119
mars.....	1874	126	1701	114	1705	115
avril.....	1856	123	1673	112	1649	111
mai.....	1303	121	1662	111	1638	110
juin.....	1770	119	1647	110	1640	110
juillet.....	1725	116	1644	110	1636	110
août.....	1725	116	1627	109	1654	111
septembre.....	1722	115	1617	108	1654	112
octobre.....	1731	116	1578	106	1671	111
novembre.....	1760	118	1562	105	1671	111
décembre.....	1746	117	1541	103	1655	110
1931						
janvier.....	1696	114	1541	103	1734	117
février.....	196	114	1530	102	1726	116
mars.....	1677	113	1502	100	1692	114
avril.....	1735	116	1515	101	1682	113
mai.....	1735	116	1449	100	1678	112
juin.....	1651	111	1474	99	1668	111
juillet.....	1617	108	1459	98	1658	111
août.....	1592	107	1417	95	1643	100

	NOMBRES-INDICES DES PRIX DE GROS				NOMBRES-INDICES DES PRIX DE DÉTAIL			
	Angleterre			Etats-Unis	a) Denrées alimentaires		b) Coût de la vie	
	Board of Trade	Statist.	Economist	Bureau of Labor	Angl.	Etats-Unis	Angl.	Etats-Unis Whole County
1928								
III	141	145	133	137	155	148	164	161
VI	143	144	138	139	157	149	165	161
IX	138	137	132	141	157	154	166	168
XII	138	139	131	137	159	152	167	162
1929								
III	140	142	132	138	150	149	162	160
VI	136	133	126	136	149	151	161	160
IX	136	133	126	138	156	157	165	163
XII	133	128	122	134	157	154	166	161
1930								
I	131	125	119	133	154	152	164	160
II	128	123	116	131	150	149	161	159
III	125	121	114	129	143	147	157	158
IV	124	119	112	129	140	148	155	158
V	122	116	111	127	139	147	154	157
VI	121	113	108	124	141	144	155	156
VII	119	111	107	121	144	141	157	154
VIII	118	109	105	121	144	140	157	153
IX	116	107	101	121	143	142	156	154
X	113	106	100	119	144	141	157	153
XI	112	104	98	116	141	138	155	151
XII	109	102	95	114	138	134	153	149
1931								
I	107	101	91	112	133	130	152	147
II	106	01	92	110	132	124	150	145
III	106	101	91	109	133	123	147	144
IV	106	99	90	107	132	121	147	142
V	104	97	88	105	130	118	145	140
VI	103	97	88	103	127	116	147	139
VII	102	94	86	104	130	116	145	139
VIII	100	93	86	103	129	117	145	138

Section B

La Banque de Grèce

La stabilisation hellénique n'a pas été parfaite, en exécution du protocole de Genève du 15 septembre 1927, qu'après la création d'une nouvelle banque d'émission. Cet organisme absolument indépendant de toute influence politique, avait pour but exclusif d'exercer les deux principales fonctions de tout Institut d'émission, à savoir : la fonction monétaire et la fonction du crédit. C'est le décret-loi du 10 novembre 1927, ratifiant la convention passée entre l'Etat hellénique et la Banque Nationale de Grèce en date du 1^{er} septembre 1927, convention relative à la renonciation de la sus-dite banque au privilège d'émission qu'a définitivement créé la Banque de Grèce comme une banque centrale d'émission avec le droit exclusif d'émettre des billets de banque ayant cours légal dans tout le territoire, conformément à ses statuts.

Jusqu'à cette date, c'était, ainsi qu'on le sait, la Banque Nationale de Grèce, fondée en 1931, qui possédait, avec trois autres banques locales, la prérogative d'émettre en circulation des billets de banque (1). Au cours de son existence, la Banque Nationale de Grèce ne se cantonna pas dans son rôle limité d'Institut

(1) C'est à partir de 1864, lors de l'annexion des Iles Ioniennes, que le système dit de la pluralité des banques d'émission apparut en Grèce. Ces îles possédaient pendant la domination anglaise une banque d'émission, la banque Ionienne, laquelle même après l'annexion à la Grèce garda son privilège d'émission. Plus tard deux nouvelles banques d'émission furent ajoutées aux autres dès lors inexistantes. Il fut ainsi pour la Banque d'Epiro-Thessalie lors de l'annexion de cette province en 1882 et pour la Banque de Crète lors de l'annexion de cette île en 1912. Le droit d'émission de ces trois banques locales disparut par extinction, leurs billets ayant été absorbés par la Banque Nationale de Grèce, de façon que, à partir de 1920, la Grèce adopta ainsi le système de la Banque d'émission unique pratiqué par la presque totalité des Etats. V. pour plus de détails l'ouvrage de M. DAMIRIS, op. cit., p. 30 et suiv.

d'émission. Parallèlement à l'exercice de son privilège, elle effectuait aussi toutes les opérations d'une banque ordinaire. Pendant longtemps, elle fut le seul établissement de crédit important. Par son intermédiaire se faisaient toutes les opérations économiques et commerciales du pays. Vers cette banque, refuge absolument sûr, affluait et afflue encore la majeure partie de l'épargne nationale (1).

L'histoire des banques, a écrit M. Diomidès, ex-gouverneur de cet établissement (2), offre peu d'exemples d'une institution bancaire aussi intimement liée à toutes les branches de l'activité économique du pays. Ainsi, par son activité, et par le prestige à l'intérieur et à l'extérieur que lui avait apporté son double rôle de banque d'émission et de banque principale ordinaire, elle a pu contribuer, dans une large mesure, au développement économique et commercial du pays.

En dehors de son expansion commerciale, la Banque Nationale fut aussi considérée de tout temps comme le principal, et, du reste, unique organisme, à l'intérieur du pays, capable d'aider le Gouvernement en cas d'embarras financier, soit par des avances, soit par les placements des emprunts publics, soit enfin, par l'institution du cours forcé. Aussi, une véritable interdépendance s'était-elle créée entre la banque et le Gouvernement (3).

Cette interdépendance a été encore renforcée vers la

(1) V. J. VALAORITIS : *Histoire de la Banque Nationale de Grèce*, Athènes, 1902.

En effet, au moment de la renonciation au privilège d'émission par la Banque Nationale, le total de dépôts du public s'élevait à une somme qui dépassait 4 milliards de dollars environ.

(2) V. son article : *La Banque Nationale de Grèce, son rôle dans la vie économique du pays*, dans l'*Europe Nouvelle* du 22 juillet 1928.

(3) V. Rapport de M. DIOMIDÈS, premier Gouverneur de la Banque de Grèce pour l'année 1928, présenté à l'Assemblée Générale des actionnaires du 6 avril 1928, p. xv : *Justification de la création de la Banque de Grèce*.

fin de la guerre ainsi qu'après la guerre, lorsque le recours à l'inflation s'avéra inévitable.

Nous avons vu précédemment à la suite de quelles circonstances s'était faite l'inflation en Grèce : avances de la Banque Nationale au Gouvernement hellénique d'une part, émission exagérée sur la base de la loi l'XMB' de 1910 du papier-monnaie, d'autre part. Le résultat de cette politique a été comme partout ailleurs, la création d'une quantité de papier-monnaie non remboursable, c'est-à-dire le bouleversement du système monétaire du pays. De ces considérations il résulte que la Banque était détournée en grande partie de ses deux fonctions principales ou tout au moins de sa fonction monétaire.

Or, un problème fut posé par la réforme monétaire de 1928. Avant de procéder à la stabilisation de la drachme, il fallait, tout d'abord, confier la mission d'assurer la convertibilité de la nouvelle drachme-or à un organisme bancaire ayant pour fonction principale de garantir la stabilité monétaire. La Banque Nationale, pour les motifs mentionnés ci-dessus, ne remplissait plus les conditions imposées à une banque d'émission moderne.

Une réforme bancaire devenait alors nécessaire. Pour ce faire, deux politiques étaient possibles : ou réorganiser la Banque Nationale ou établir une nouvelle banque d'émission. Nous ne pouvons pas entrer dans le détail de cette controverse (1). Nous signalons seulement que la première solution fut, à juste titre, écartée et pour plusieurs raisons : d'abord parce qu'elle aurait obligé la Banque Nationale à abandonner une grande partie de son activité aux autres établissements bancaires existant déjà, ou à en créer de nouveaux. Le résultat aurait été d'entraver le développement de l'économie nationale. Ensuite, parce que la deuxième solution, c'est-à-

(1) V. la thèse de M. DERTILIS, *op. cit.*, p. 169.

dire la création d'une nouvelle banque d'émission ayant pour but exclusif de garantir la stabilité monétaire, semblait avoir plus de possibilités de réussite. Enfin, parce que une réorganisation même de la Banque Nationale n'empêcherait pas le Gouvernement de recourir, le cas échéant, ultérieurement, à cette banque pour en obtenir une aide financière.

Cependant, il faut remarquer que sur ces deux derniers points la réforme bancaire n'a point donné les résultats que l'on en attendait.

D'une part, la disposition concernant la limite des avances que la Banque de Grèce peut consentir à l'Etat ne fut pas toujours rigoureusement observée. D'autre part, il est évident que la réforme bancaire n'a pas réussi à maintenir la remboursabilité de la nouvelle drachme-or.

Aussi, après l'échec que traduisit la chute de la drachme, l'on tenta de supprimer la Banque de Grèce et de restituer le privilège d'émission à la Banque Nationale (1), car celle-ci conserve toujours un grand prestige dans l'ensemble du pays (2). A une telle solution, nous ne saurions nous rallier. Contre elle, militent toutes les raisons énoncées plus haut, en particulier celle-ci : que l'activité monétaire de la Banque Nationale ne serait à ses yeux qu'une fonction toujours secondaire. Son but principal, c'est le financement de l'économie nationale. Elle ne peut pas abandonner ses opérations commerciales sans gêner gravement la vie éco-

(1) En effet, l'article 2 des statuts de la Banque de Grèce prévoit que le privilège d'émission peut être révoqué si la susdite banque ne réussit pas à maintenir la stabilité de valeur-or de ses billets.

(2) Une proposition tendant à une quasi fusion de la Banque de Grèce avec la Banque Nationale par la création d'un Conseil d'administration commun, a été fait par M. MAXIMOS, ex-Gouverneur de la Banque Nationale de Grèce et spécialiste des questions bancaires. V. son article : *La solution du problème économique en Grèce*, dans le journal *Proia* du 5 décembre 1932.

nomique du pays. De plus, si la Banque de Grèce n'a pas pu maintenir la valeur-or de ses billets, la faute en est à la secousse monétaire quasi générale qu'a provoquée la chute de la livre-sterling. Ce sont des événements extraordinaires plus encore que certains défauts d'organisation qui l'empêchèrent d'atteindre son but. Il serait évidemment souhaitable qu'une collaboration plus étroite intervienne entre les deux principaux organismes bancaires du pays, chose qui malheureusement a presque complètement fait défaut dans le passé. A ce propos, M. Tsaldaris (1), chef du Gouvernement, après avoir modifié ses intentions à l'égard de la Banque de Grèce (2), a déclaré que le Gouvernement s'efforcera de contribuer autant que possible au développement de la coopération entre les deux banques.

Après ces indications, il serait peut-être nécessaire maintenant d'examiner les principales caractéristiques de la Banque de Grèce, sa nature comme banque centrale, les opérations auxquelles elle peut se livrer, enfin les règles d'émission de ses billets.

Tout d'abord, remarquons que la création de la Banque de Grèce comme Institut unique d'émission n'a fait que consacrer un principe bancaire généralement admis aujourd'hui et dont l'origine réside dans l'acte de Robert Peel de 1844, à savoir : le monopole d'émission. Déjà avant-guerre, mais surtout depuis, ce principe a été respecté par la presque totalité des pays qui ont réorganisé leur régime bancaire. Si, dans quelques pays, tel le Canada, la pluralité des banques d'émission subsiste encore, ce ne sont là que de rares exceptions.

(1) V. ses déclarations dans le journal *Proia* du 23 avril 1933.

(2) Pour le maintien de la Banque de Grèce indispensable maintenant à la vie économique du pays s'est prononcé également le rapport du Comité Financier de la Société des Nations, soumis au Conseil de la S. D. N. pendant la séance du 6-4 juin 1933, tenue à Londres. Sur ce rapport nous reviendrons plus loin.

Au contraire, on ne peut plus parler aujourd'hui de pluralité de banques d'émission en Allemagne où les quelques banques qui gardent encore le privilège d'émission, en dehors de la Reichsbank, ne jouent pratiquement aucun rôle, ni même aux Etats-Unis, où les Federal Reserve Banks, qui sont au nombre de douze, n'en constituent pas moins un système fortement centralisé. Ainsi la question de la liberté d'émission qui fut autrefois l'objet de vives discussions doctrinales (1) est donc aujourd'hui tranchée.

Un autre problème capital concerne la nature de la Banque d'émission et son indépendance vis-à-vis de l'Etat. A cet égard, les doctrines les plus orthodoxes ont notamment progressé depuis la guerre. Elles avaient été rappelées avec force par la Conférence de Bruxelles, puis par la Conférence de Gênes, dont une résolution était ainsi formulée : « Il convient d'affranchir les Banques d'émission de toute influence d'ordre politique et d'en assurer le fonctionnement exclusivement d'après les méthodes financières prudentes ». Les réorganisations monétaires effectuées sous l'égide de la Société des Nations se sont plus particulièrement inspirées de ces principes excellents. Or, les statuts de la Banque de Grèce, élaborés avec le concours de la S. D. N., sont absolument conformes à ces mêmes principes (1).

La Banque de Grèce est une Société anonyme. Son capital-action est fixé à 400 millions de drs (article 8 de ses statuts), divisé en 80.000 actions de 5.000 drs chacune. La Banque de Grèce possède le droit exclusif

(1) COURCELLE-SENEUIL : *Les opérations de banque*, 13^e édition, 1928.

(1) Les statuts de la Banque de Grèce font partie intégrante de l'ensemble du plan de restauration des finances helléniques, approuvé par la S. D. N., en vertu de sa résolution du 22 septembre 1927. V. les statuts de la Banque dans l'*Europe Nouvelle* du 3 mars 1928, et au *Journal Officiel* du 10 novembre 1927, volume A, n° 246.

d'émettre des billets de banque sur tout le territoire de l'état hellénique. Le privilège est concédé en principe jusqu'au 31 décembre 1960. Cependant, il peut être révoqué en tout temps, si la banque ne réussit pas à maintenir la stabilité de la valeur-or de ses billets, ce qui est son premier devoir (art. 2 des statuts).

L'Administration de la Banque est ainsi organisée : le premier organe de la Banque est l'Assemblée générale des actionnaires. Elle est convoquée régulièrement une fois par an, au plus tard au mois d'avril ; les statuts prévoient aussi la réunion des assemblées extraordinaires. La Direction générale des affaires de la Banque est confiée à un Conseil d'administration responsable envers l'Assemblée générale et autorisé, dans les limites des statuts, à exercer tous les pouvoirs qui ne sont pas spécialement réservés à l'Assemblée générale.

Le Conseil se compose du Gouverneur, du Gouverneur-adjoint et de neuf Administrateurs. Le Gouverneur et le Gouverneur-adjoint de la Banque, selon l'art. 29 des statuts, étaient élus, avant la révision de ce dernier texte, pour 5 ans par l'Assemblée générale des actionnaires. Toutefois, la désignation du Gouverneur devait être approuvée par le Gouvernement. Ce mode d'élection du Gouverneur d'une banque d'émission ressemble beaucoup à celui qu'ont institué les nouveaux statuts de la Reichsbank, édictés conformément aux suggestions du plan Dawes et approuvés par la loi allemande du 30 août 1924.

La loi hellénique 5.534 du 17 juin 1932, ratifiant la décision de l'Assemblée générale des actionnaires du 20 avril 1932, a modifié certaines dispositions des statuts de la Banque de Grèce. Le Gouverneur et le Sous-Gouverneur de la Banque de Grèce ne sont plus élus par l'Assemblée générale des actionnaires mais nommés directement par décret rendu en Conseil des Ministres,

après proposition du Conseil d'Administration de la Banque. Leurs pouvoirs durent cinq ans.

La nomination directe, après avis préalable du Conseil d'Administration, du Gouverneur et du Gouverneur-adjoint par le Gouvernement ne signifie point immixtion de ce dernier dans la Direction de la Banque. On a voulu, par ce procédé, être certains qu'à la tête de la Banque seraient placés des personnalités qui, non seulement, auraient souci de défendre les intérêts privés des actionnaires, mais qui, par leur compétence technique, seraient aptes à diriger la Banque en tenant compte de l'utilité générale.

L'indépendance de la Banque à l'égard du Gouvernement est également assurée : les avances de cette dernière à l'Etat sont strictement réglementées. L'article 55, § 6 et 11 autorise des prêts temporaires à condition que le total n'en excède pas 400 millions de drs, et que le remboursement intégral en soit effectué au plus tard à la fin du trimestre suivant la clôture de l'exercice fiscal pendant lequel ces avances ont été consenties. En outre, la Banque peut escompter, acheter ou vendre des Bons du Trésor de l'Etat s'ils viennent à échéance dans les trois mois et s'ils sont endossés par une Banque, une personne ou une maison de commerce, dont la solvabilité est reconnue par le Conseil d'Administration. Ces opérations ne doivent pas porter sur plus de 400 millions de drs de bons.

Quant aux dispositions concernant l'activité de la Banque, elles figurent dans l'article 55 de ses statuts. La Banque peut effectuer toutes les opérations que peut entreprendre tout institut d'émission. Plus particulièrement, l'action de la Banque de Grèce, comme établissement de crédit, est limitée : à des avances à court terme — généralement à six mois — sur garantie de valeur-or ou d'effets de commerce ; à l'achat, à la vente

et à l'escompte des billets à ordre, principalement commerciaux, s'ils sont revêtus de la signature d'au moins de deux personnes solvables et s'ils sont payables à trois mois au maximum ; à l'acquisition, à la cession et à l'escompte des effets et billets agricoles intérieurs de bonne foi, s'ils portent la signature de deux personnes solvables et s'ils arrivent à échéance dans les neuf mois.

En revanche, l'article 56 des statuts interdit à la Banque certaines opérations inconciliables avec ses fonctions de Banque centrale.

Tandis que la Banque Nationale de Grèce, comme nous l'avons vu, jouait et joue encore un rôle commercial important, la nouvelle Banque n'est autorisée ni à « se livrer au commerce, ni à investir directement ou indirectement des capitaux dans les entreprises commerciales ou industrielles ». Il lui est aussi défendu soit de renouveler des effets échus qu'elle a achetés, escomptés ou acceptés en garantie, sauf dans les cas exceptionnels expressément prévus par les statuts ; soit de verser un intérêt sur les fonds que le public lui confie en dépôt ou en compte-courant. Toutefois, un intérêt peut être versé au Gouvernement, sur le solde créditeur, en monnaie étrangère, et aux banques sur les dépôts ou les comptes-courants (1). Pour ceux-ci le taux est fixé à 1 %. Une telle exception s'explique car la Banque Nationale allouait traditionnellement un

(1) Cette disposition a été critiquée par M. SPOURGIS, professeur à l'Ecole des Hautes Etudes Commerciales, et actuellement Conseiller économique auprès de la Banque de Grèce. D'après M. SPOURGIS, le rôle d'une banque d'émission se présente surtout en période de crise. Or, lorsqu'une crise éclate, une méfiance absolue se manifeste envers les autres banques privées qui détiennent souvent les fonds du public. Or, le public, en général, en période de crise, n'a confiance qu'en les banques centrales, dont la situation est plus solide, mais si la Banque centrale n'offre pas d'intérêts, le public, au lieu de déposer son épargne préférera la conserver chez lui. En outre, la Banque centrale doit avoir des dépôts pour être en mesure de contrôler le crédit et d'agir sur le marché.

intérêt analogue. Aussi a-t-on estimé que la Banque de Grèce pouvait assumer cette dépense relativement faible qui lui assurerait en contre-partie l'avantage de recevoir en dépôt les disponibilités des autres banques.

A ces prescriptions relatives à la nature et à l'activité de la Banque de Grèce comme banque centrale d'émission, s'en ajoutent d'autres qui ont trait à la couverture et au remboursement de ses billets. Bien entendu, certaines de ces dispositions ne sont plus en vigueur depuis la suspension de l'étalon-or, et l'institution du cours forcé. Cependant, il est nécessaire de les mentionner, car nous aurons assez souvent l'occasion d'y faire allusion.

Les règles de couverture sont édictées dans les articles 61 et 62 des statuts. D'après ces articles, la Banque de Grèce est tenue de conserver une réserve équivalente à 40 % au moins du montant des billets en circulation et des autres exigibilités à vue. Il est d'usage — surtout depuis la guerre — de considérer l'encaisse non pas seulement par rapport aux billets émis, mais aussi par rapport au total des exigibilités à vue de la banque d'émission.

Cette prescription qui figure également dans la législation française se justifie aisément : les exigibilités à vue d'une banque d'émission, pouvant, comme leur nom l'indique, être immédiatement et brusquement retirées, doivent être considérées comme des signes monétaires en puissance. Par conséquent, il importe que la banque soit toujours prête à pallier aux inconvénients qu'entraîne leur transformation en monnaie effective.

Comme couverture, la Banque est libre d'utiliser soit de l'or monnayé, soit des lingots d'or, soit des devises étrangères convertibles directement ou indirectement en or. Mais elle n'est pas obligée de maintenir une proportion quelconque entre l'or et le montant des devises

étrangères. Une semblable clause mérite quelques critiques.

La Banque de Grèce étant tenue de rembourser ses billets exclusivement en devises étrangères avait toute latitude de constituer ses réserves en devises uniquement. Mais une telle politique pouvait être fort dangereuse. Elle a d'ailleurs produit certaines conséquences ainsi que nous le verrons plus tard. Les statuts de la Banque, à cet égard, auraient dû s'inspirer de l'exemple de plusieurs banques d'émission, en obligeant la Banque de Grèce à constituer en or une partie de ses réserves. Par exemple, en Allemagne, en Belgique et en Tchéco-Slovaquie, bien que, dans ces trois pays, les billets de banque puissent être remboursés en devises, l'encaisse de leurs banques respectives ne peut néanmoins comprendre des devises que jusqu'à concurrence de 25 % en Allemagne et en Belgique et de 50 % en Tchéco-Slovaquie.

Une règle analogue, imposant à la Banque de Grèce de posséder une réserve moitié en or, moitié en devises, tout en lui laissant la faculté de convertir ses billets seulement en devises, aurait été incontestablement un facteur de plus de sécurité et de confiance. Peut-être aurait-elle pu éviter les difficultés de 1931. En fait, l'on aura tout intérêt dans l'avenir à tenir compte de fâcheuses conséquences qu'a eues la chute de la livre-sterling pour la drachme.

Les devises qui sont susceptibles de constituer l'encaisse de la Banque de Grèce doivent être, soit des billets de banque étrangers, soit des chèques sur une banque étrangère, soit enfin des bons du Trésor, des bons d'un autre Etat étranger ou des lettres de change, tous à échéance de trois mois au maximum. Ces billets, ces chèques, ces lettres de change, ces bons du Trésor sont comptés pour leur valeur-or.

La couverture est, en principe, comme nous l'avons dit, de 40 %, mais cette proportion peut être abaissée au-dessous de 40 %, à condition que la Banque le demande au Gouvernement et qu'elle verse une taxe à l'Etat. La suspension pourra être accordée pour une période inférieure ou égale à 30 jours la première fois. Des délais supplémentaires peuvent être octroyés, mais ces délais supplémentaires doivent être renouvelés tous les quinze jours. Dans ce cas, la taxe sera de 1 1/2 % par an si la couverture tombe au-dessous de 40 %, mais reste au-dessus de 35 %. L'impôt sera de 2 % si elle tombe au-dessous de 35 % mais reste au-dessus de 30 %. Enfin, l'impôt sera de 3 % si elle s'abaisse au-dessous de 30 %. Dès que la couverture sera inférieure à 40 %, le taux d'escompte de la Banque doit être automatiquement relevé d'au moins 1 % du taux annuel de la Banque. Les mêmes prescriptions sont inscrites dans la loi allemande sur la Reichsbank du 30 août 1924.

Toutes ces règles, comme le remarque M. le Professeur Rist, sont très utiles, car il se peut qu'à un moment donné, la proportion imposée à la banque d'émission ne corresponde plus aux ressources de la Banque (1). Ces règles constituent donc une considérable garantie contre la panique et elles donnent la certitude que la Banque ne sera pas paralysée parce qu'elle a atteint sa limite maxima d'émission.

Le remboursement des billets est prévu par l'article 5 des statuts.

D'après cet article la Banque était tenue de rembourser ses billets à vue, seulement à son siège central, c'est-à-dire à Athènes. Cette règle s'explique, d'abord parce que la Banque ne disposait pas au début de ses opérations de succursales suffisamment nombreuses,

(1) V. Cours de doctorat : *Les banques d'émission*, 1930-1931, p. 309.

ensuite parce que l'on désirait éviter un « run » dans une de ses succursales.

Après l'examen auquel nous avons procédé plus haut, il nous semble inutile de développer davantage la question du remboursement des billets de la Banque de Grèce. Le système adopté était l'étalon de change-or (1). Ajoutons seulement ici que la Banque n'était tenue de rembourser ses billets qu'à partir d'une somme de 10.000 drs. Une règle analogue figure dans la législation française. La Banque de France, quoiqu'elle soit tenue de rembourser ses billets en or selon le gold Bullion standard, n'est pourtant pas tenue de rembourser n'importe quelle quantité de billets qui lui est apportée, elle n'est tenue de rembourser qu'une quantité minime de francs ; cette quantité d'ailleurs n'est pas fixée par la loi, mais par un accord entre le Ministre des Finances et la Banque de France. Actuellement ce minimum est fixé à 215.000 francs. Le but de cette disposition est le même que celui de la disposition analogue des statuts de la Banque de Grèce, c'est d'empêcher que, dès le début de la stabilisation, le public ne se précipite à la Banque pour réclamer de l'or dans le cas de la Banque de France, des devises convertibles en or dans le cas de la Banque de Grèce, et les thésauriser ensuite.

Telles sont les principales prescriptions des statuts de la Banque de Grèce. Reste maintenant à étudier la politique de la Banque depuis la stabilisation jusqu'à la chute de la livre-sterling, c'est-à-dire jusqu'à la déclaration de la crise monétaire de septembre 1931.

§ 1. — *La politique monétaire de la Banque de Grèce depuis la stabilisation jusqu'à la crise monétaire.*

La Banque de Grèce a commencé ses opérations le 14 mai 1928. Conformément à la convention mentionnée

(1) V. p. 37 et suiv.

plus haut, passée entre le Gouvernement hellénique et la Banque Nationale de Grèce, celle-ci a perdu depuis cette date le privilège d'émission des billets de banque en Grèce. En conséquence, elle a transmis à la Banque de Grèce tous les fonds et les comptes afférents au privilège d'émission. Ces fonds remis à la Banque de Grèce représentaient, d'après le premier bilan du 14 mai 1928, les sommes évaluées en drachmes stabilisées.

ACTIF	
Or	876.306.261
Devises étrangères-or	3.087.677.849
Total	3.943.004.110
PASSIF	
Billets de banque en circulation	4.863.352.808
Exigibilités à vue	2.522.756.836
Total	7.386.109.644

Il apparaît donc que les sommes transmises à la Banque de Grèce pour couvrir les billets en circulation et les autres exigibilités à vue s'élevaient à 3.943.004.110 de drs (1) ou en livres-sterling à 10.570.677 — la parité de la livre étant 375 drs. Le total des engagements à vue étant évalué à 7.386.109.644 drs, le pourcentage entre la couverture des billets en circulation atteignait 81,51 % et 53,67 % si l'on y ajoutait les exigibilités à vue.

(1) Il faut noter cependant que dans cette somme était comprise une certaine quantité de titres en or du Gouvernement hellénique dont le montant avait été évalué au moment du transfert des comptes à 233 millions de drs stabilisés. La Banque devait, dans une période de cinq ans, vendre ces titres et acquérir des éléments susceptibles d'être intégrés dans son encaisse selon les dispositions de l'article 62 de ses statuts. Nous verrons dans la seconde partie de cette étude, qu'une loi spéciale lui a autorisé à les compter définitivement parmi les éléments de son encaisse.

Evidemment, une aussi forte couverture garantissait la remboursabilité et la stabilité de la nouvelle drachme-or. En effet, la première obligation qui incombait à la Banque en vertu de l'article 4 de ses statuts, était de maintenir stable la drachme, c'est-à-dire d'éviter les variations du rapport qui liait la drachme à la quantité d'or déterminée par la loi de stabilisation.

Pour y parvenir, le seul procédé était de rembourser la drachme à un taux fixe en devises étrangères convertibles en or selon le système monétaire adopté par la stabilisation, savoir le gold exchange standard.

La Banque était donc tenue d'acheter ou de vendre les devises étrangères et spécialement du change anglais à la parité déterminée par la loi.

En effet, lorsque la quantité des devises étrangères dépassait les besoins du marché et menaçait d'élever le cours de la drachme au-dessous du gold-point d'entrée, le change étranger ne pouvant pas être absorbé par le marché était acheté par la Banque qui offrait en contre-partie des billets de banque. A l'inverse, lorsqu'une demande de devises étrangères pesait sur le marché, à la suite des règlements internationaux, et que la stabilité de la drachme était menacée, la Banque prenait dans ses réserves le change que réclamait le marché et s'en portait vendeur.

La politique de la Banque a même été plus hardie. Pour assurer aux opérations commerciales une stabilité absolue, et pour épargner au commerce les soubresauts résultant des variations des gold-points, la Banque s'est efforcée de maintenir la valeur-or de la drachme rigoureusement fixée au prix de stabilisation, à savoir : 375 drs pour une livre-sterling. Elle supprime ainsi le jeu des gold-points. En effet, le prix de la livre-sterling, sinon pendant toute la période de la stabilisation, du moins pendant les deux années postérieures, n'est

presque jamais descendu ni monté jusqu'au gold-point (1). Malheureusement les avantages qu'elle présente pour la stabilité des transactions, on peut reprocher à une semblable politique de favoriser la spéculation.

Les spéculateurs sont ainsi assurés qu'à tout moment ils peuvent acheter à la Banque à un taux fixé le change et le revendre ensuite au même prix. Ils n'ont donc à redouter aucune perte résultant des mouvements entre les gold-points. Aussi exportent-ils volontiers leurs capitaux disponibles sur les places étrangères pour profiter d'une éventualité favorable, sachant en effet que, sur le marché des capitaux hellénique, ils sont, par l'intervention de la Banque, garantis contre tous risques. Ce fut le cas de 1929 : des capitaux importants furent exportés vers New-York, ils disparurent dans le krach qui eut lieu à Wall Street à l'automne 1929.

Nous venons de voir que l'encaisse de la Banque de Grèce d'après son premier bilan du 14 mai 1928, s'élevait à 3.943.004.110 drs ou livres-sterling 10.570.674. Il est évident que dans une grande mesure toute augmentation ou diminution de cette encaisse était provoquée par les achats ou les ventes de devises étrangères effectuées par la Banque.

Nous nous bornerons ici à indiquer simplement les mouvements qu'a accusé l'encaisse de la Banque de Grèce dans la période comprise entre la stabilisation et la chute de la livre-sterling. Au cours des chapitres suivants nous aurons l'occasion d'étudier les différentes causes qui ont provoqué sa diminution progressive.

Au lendemain de la stabilisation, un important afflux de devises étrangères se produisit en Grèce. Il provenait

(1) V. Rapport de M. DIOMIDÈS, ex-Gouverneur de la Banque de Grèce pour l'exercice bancaire de l'année 1929, p. iv.

des investissements, sous différentes formes, des capitaux étrangers dans le pays : emprunts publics, emprunts privés, rapatriements, dans une certaine mesure, des capitaux grecs qui avaient auparavant émigré à l'étranger. La Banque s'est portée acheteur de toute quantité de devises qui dépassait les besoins du marché. Aussi son encaisse passa-t-elle de 3.943.004.110 de drs ou de liv.-stg 10.570.674 à la date du 14 mai 1928 à 4.240.630.351 de drs ou à liv.-stg 11.308.341, chiffres inscrits au bilan du 31 décembre 1928. C'est le seul exercice pendant lequel l'encaisse de la Banque ait augmenté. En outre, cette somme de 4.240.630.351 ou de liv.-stg 11.308.347, est le maximum atteint par les réserves de l'Institut d'émission hellénique, pendant la période comprise entre la stabilisation et la crise monétaire.

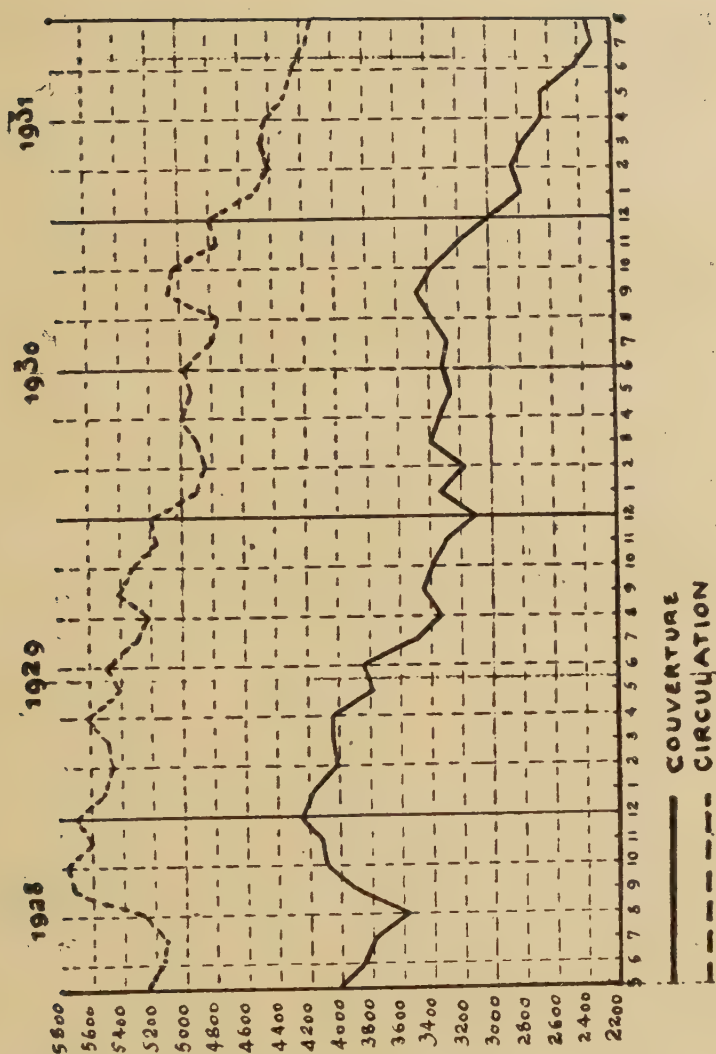
A partir de 1929, celles-ci décroissent progressivement. Ce mouvement a conservé le même rythme jusqu'à la chute de la livre-sterling : le bilan du 31 décembre 1929 laissa apparaître une notable diminution de l'encaisse. Celle-ci ne s'élevait plus qu'à 3.115.916.675 drs ou liv.-stg 8.309.111, soit une réduction de : 1.124.713.676 drs ou de liv.-stg 2.999.236. Le pourcentage entre l'encaisse et la circulation tombe à 60 % et si l'on ajoute à cette dernière les exigibilités à vue, il se restreint à 46,35 %. Le bilan suivant du 31 décembre 1930 marque encore une décroissance, moins forte il est vrai que la précédente. Les réserves passent à : 3.011.404.499 drs ou à liv.-stg 8.030.412 ce qui représente une perte de 104.512.176 drs ou de liv.-stg 278.699. Le pourcentage entre l'encaisse et la circulation réelle égale 62,70 % (il a légèrement augmenté en raison de la restriction de la circulation pendant cette année), il n'est que de 46,11 % si l'on tient compte des engagements à vue. Cette proportion, tout au moins pour l'ensemble des exigibilités à vue, aurait été plus faible encore si la banque n'avait

pas effectué une réforme relative aux sommes composant ces dépôts à vue et ceux à terme.

Le changement a consisté à ceci : jusqu'au 31 mars 1930, la Banque comptait parmi ses dépôts à vue, des dépôts qui d'après leur nature étaient plutôt des dépôts à terme. Ainsi les exigibilités à vue de la Banque se présentaient quelque peu gonflées car parmi ces dernières, étaient inclus les dépôts, telles les disponibilités du Trésor pour règlement des arriérés et les sommes bloquées remboursables sous certaines conditions après un délai variable. Depuis le 7 avril 1930, la Banque commença à inscrire ces dépôts avec le consentement des déposants, dans le compte des dépôts à terme. Il en résulta un accroissement proportionnel du pourcentage de la couverture (1).

Au cours de l'année suivante, 1931, la situation ne s'améliora guère. L'encaisse de la Banque au moment de la chute de la livre ainsi qu'il ressort du bulletin mensuel de la Banque du mois de septembre 1931, avait fléchi à 2.341.731.678 drs ou à liv.-stg : 6.244.617. Le pourcentage entre l'encaisse et la circulation était de 53,26 pour cent ; entre l'encaisse et le total des exigibilités à vue, il atteignit presque le minimum légal, soit 42 %. Voici un graphique fait sur la base des chiffres donnés à la page 84 représentant l'évolution de l'encaisse de la Banque de Grèce ainsi que l'évolution de la circulation, depuis la stabilisation légale de la drachme jusqu'à la chute de la livre sterling.

(1) V. rapport de M. TSOUDEROS, Gouverneur de la Banque de Grèce depuis le 4 novembre 1931 pour l'année 1931, présenté à l'Assemblée Générale des actionnaires du 20 avril 1932, p. XLII.



Telle fut l'évolution de l'encaisse de la Banque de Grèce au cours de cette période. Voyons maintenant quelle en fut la composition au cours de cette même période.

Ce qui caractérise la composition de l'encaisse de la Banque de Grèce, c'est la prépondérance donnée aux devises étrangères au détriment de l'or. Sur ce point, la

politique de la Banque resta très ferme ; elle appliqua purement et simplement le système de gold exchange standard. La Banque considérant que les devises étrangères sont aussi bonnes que l'or, n'a point tenté d'accroître son stock métallique ainsi qu'elle aurait pu le faire. Elle a même cherché, on peut dire, à le diminuer (1).

Le tableau suivant établit la proportion de l'or monnayé ou non monnayé par rapport aux quantités de devises étrangères.

Les chiffres, représentants de drachmes stabilisées, sont extraits des bilans de la Banque à la fin de chaque année.

	Or monnayé ou non monnayé	Dev. étrangères
14 mai 1928	876.306.261	3.087.697.849
31 décembre 1928	553.559.895	3.687.070.456
— — 1929	640.476.275	2.375.440.400
— — 1930	510.033.050	1.852.238.077
20 septembre 1931 ...	489.493.601	2.501.371.442

De ces données il résulte que le stock métallique de la Banque n'a pas cessé de décroître depuis la stabilisation jusqu'à la chute de la livre-sterling. Il aurait été prudent que la Banque s'efforça d'augmenter ses réserves d'or. Particulièrement lorsque, à partir de la dernière semaine de juillet 1931, les inquiétudes relatives à la situation des banques anglaises, qui avaient immobilisé en Allemagne d'importants capitaux gelés, commencèrent à se faire jour à la suite du krach allemand, la Banque de Grèce aurait dû, devant la menace qui pesait ainsi sur la livre, convertir en or une partie de son encaisse de devises.

(1) V. le rapport de M. DIOMIDÈS pour l'année 1930, p. VIII.

Sur ce point, la politique de la Banque Centrale d'Italie, par exemple, fut beaucoup plus avisée (1). On n'ignore pas que l'Italie avait également adopté le gold exchange standard, la Banque d'Italie étant tenue de conserver une couverture de 40 % du montant de ses engagements à vue. Pas plus que ceux de la Banque de Grèce, ses statuts ne lui imposent une proportion déterminée entre métal et devises. Le régime est donc identique à celui de la Banque de Grèce. La Banque d'Italie s'est efforcée, immédiatement après la réforme monétaire italienne, d'accroître son encaisse-or et de liquider son portefeuille de devises. En effet, depuis le mois de février 1928, jusqu'au 20 septembre 1931, le stock-or de la Banque d'Italie augmenta de 861 millions de liras, passant ainsi de 4.547 millions de liras à 5.403 millions de liras. Le 21 septembre 1931, lors de la suspension de l'étalon-or par la Grande-Bretagne, la Banque d'Italie possédait au total 3.326 millions de liras en devises étrangères et 1/10 seulement, c'est-à-dire 330 millions de liras en livres-sterling. La perte causée par la chute de la livre-sterling et les autres conséquences de l'abandon de l'étalon-or par la Grande-Bretagne furent donc relativement légères à la Banque d'Italie.

*
**

La politique suivie par la Banque de Grèce à l'égard de la circulation de ses billets, c'est-à-dire à l'égard du pouvoir d'achat intérieur de la drachme, sauf pendant les premiers mois postérieurs à la stabilisation légale, déflationniste ou, à tout le moins, non inflationniste. Nous avons vu plus haut que le total de ses billets en circulation s'élevait au moment de la stabilisation,

(1) *Oikonomikos Tachydromos*, 6 novembre 1932.

d'après le premier bilan de la Banque, à 4.863 (1) millions de drs. La Banque a toujours tenté d'éviter les risques résultant d'un accroissement disproportionné de la circulation de ses billets par rapport à l'encaisse. Son attention s'est surtout portée sur le maintien de la convertibilité de ses billets ainsi qu'elle le devait du reste en tant que banque d'émission. Son autre fonction, celle du crédit, est restée quelque peu dans l'ombre pendant la première période de son activité.

Les mouvements de la circulation, pendant le temps compris entre la stabilisation de 1928 et la crise monétaire de septembre 1931, furent réglés par le jeu normal du gold exchange standard. Quand la Banque achetait des devises étrangères, elle émettait en contre-partie des billets, ce qui entraînait la diminution de la circulation. Comme l'encaisse de la Banque n'a cessé de décroître jusqu'à la chute de la livre-sterling, la circulation aussi a été réduite de 5.617 millions de drs en avril 1921 — chiffre maximum — à 4.152 millions de drs en août 1931. Cependant, le rapport entre l'encaisse et le total de ses engagements à vue, ou tout au moins entre son encaisse et la circulation, demeura constamment supérieur au minimum légal. On peut le constater à la lecture du tableau de la page 84. Evidemment, cette politique déflationniste (2) entravait nécessairement le commerce et

(1) Sur le montant de cette circulation par rapport à celle d'avant-guerre, voir l'article de M. VARVARESSOS déjà cité : *La stabilisation de la drachme*, dans l'*Europe Nouvelle* du 28 juillet 1928.

(2) La diminution de la circulation a été atténuée dans une certaine mesure par la création d'une Chambre de Compensation par l'intermédiaire de laquelle sont compensés les chèques ou les ordres de virement des banques privées. L'article 55, § 15, des statuts de la Banque de Grèce, avait prévu la création, par la Banque de Grèce, d'une Chambre de Compensation à Athènes, qui fonctionnerait sous ses auspices et sous son contrôle, conformément à cette disposition une convention a été signée le 5 décembre 1928. Elle a institué auprès de la Banque de Grèce une Chambre de Compensation dont

l'industrie du pays qui souffraient déjà de la crise économique. Pourtant on doit l'approuver, car eu égard à la baisse constante de son encaisse, la Banque ne pouvait adopter une autre politique plus libérale tendant à accroître la circulation par une augmentation du volume de ses crédits, pour recourir aux entreprises commerciales et industrielles.

Le reproche que l'on puisse formuler contre la Banque, c'est de critiquer son impuissance à défendre efficacement son encaisse. On lui a reproché en effet qu'en dehors des autres causes tenant au déséquilibre économique du pays, la Banque n'a pas joué efficacement du taux d'escompte pour protéger son encaisse. On sait que lorsque celle-ci commence à diminuer, le principal moyen dont dispose tout institut d'émission pour la défendre, c'est d'élever son taux d'escompte. Il est nécessaire par conséquent de voir quelle peut être l'importance du taux d'escompte et pourquoi la Banque de Grèce, pendant la période qui nous occupe ici, n'a pas eu recours à ce procédé pour s'opposer à l'écoulement de son encaisse.

les travaux ont commencé quelque temps après, à partir du 1^{er} janvier 1929. La Chambre de Compensation hellénique a été calquée sur le modèle de la Chambre de Compensation des banquiers de Paris. V. RUEFF : *Théorie des phénomènes monétaires*, Paris, 1927, p. 138.

Chiffres afférents à l'encaisse de la Banque, à la circulation
et aux engagements à vue
(en millions de drachmes stabilisées)

ANNÉES	Encaisse	Circulation	Exigibilités à vue	Total circulation et exigibilités à vue	Rapport o/o	
					envers la circulation	envers total
1928						
V	4011	5250	2047	7397	76,3	54,2
VI	3873	5155	2196	7351	75,1	52,6
VII	3792	5131	2186	7317	73,9	51,8
VIII	3569	5258	1846	7104	67,8	50,2
IX	3900	5719	1707	7426	68,1	52,5
X	4082	5759	1850	7609	70,8	53,6
XI	4117	5599	2112	7711	74,5	54,1
XII	4241	5689	2129	7818	74,5	54,2
1929						
I	4164	5514	2239	7753		
II	4907	5465	2136	7601		
III	4037	5488	2122	7610	73,5	53,0
IV	4040	5617	1856	7473		
V	3791	5415	1801	7216		
VI	3836	5493	1780	7274		
VII	3502	5304	1595	6899	69,8	52,7
VIII	3340	5214	1551	6755		
IX	3445	5413	1456	6910	63,6	48,8
X	3392	5364	1496	6861		
XI	3301	5173	1659	6833		
XII	3116	5193	1529	6722	60,0	46,3
1930						
I	3332	4907	2081	6988	67,9	47,7
II	3185	4842	1873	6716	65,8	47,4
III	3395	4890	1949	6840	69,4	49,7
IV	3337	4991	1544	6535	66,8	51,1
V	3270	4942	1472	6415	66,2	51,0
VI	3306	4984	1525	6419	67,5	51,5
VII	3277	4816	1597	6413	68,0	51,1
VIII	3370	4761	1888	6649	70,8	50,7
IX	3479	5077	1708	6785	68,5	48,4
X	3375	5055	1690	6745	66,7	50,4
XI	3193	4761	1841	6301	67,1	48,4
XII	3011	4803	1727	6530	62,7	46,1
1931						
I	2784	4521	1797	6318	61,5	44,1
II	2841	4416	2087	6404	64,3	43,7
III	2757	4464	1692	6146	61,7	44,8
IV	2652	4435	1644	6079	59,8	43,6
V	2645	4333	1697	6093	61,4	44,1
VI	2455	4254	1448	5703	57,7	43,0
VII	2323	4170	1224	5394	55,5	43,1
VIII	2341	4152	1381	5533	56,3	42,3

§ 2. — *Le taux d'escompte*
et l'actif de la Banque de Grèce.

D'après la théorie du taux d'escompte, son action est double. Il influe simultanément sur les transactions intérieures et extérieures du pays, ces deux sortes d'opérations étant étroitement liées les unes aux autres.

Mais avant d'examiner les conséquences qu'engendrent les variations du taux d'escompte, précisons tout d'abord leur influence sur le niveau de l'intérêt en général.

En le modifiant, la Banque d'émission agit directement sur le cours de l'intérêt qui est corrélativement altéré. Qu'une diminution du taux de l'escompte intervienne et qu'elle soit de quelque durée, elle ne pourra que se faire sentir sur les placements des capitaux disponibles. Le marché des capitaux à court terme en subira le premier le contre-coup. Si le taux d'intérêt à court terme s'abaisse, en revanche, le maintien d'un loyer élevé sur le marché à long terme provoquera sans doute un afflux de capitaux vers ce marché. De ce mouvement la conséquence sera la baisse relative du taux d'intérêt dans le marché à long terme jusqu'au niveau où un équilibre normal entre les deux marchés sera établi. Le résultat serait identique, mais en sens inverse, si l'institut d'émission élève son taux d'escompte. Or, c'est dans le cas où se présente une demande de devises plus importante que l'offre, produisant ainsi une fuite des réserves d'or ou des devises-or, que les banques d'émission recourent à une élévation du taux d'escompte.

En effet, dans des conditions monétaires et économiques normales, l'élévation du taux d'escompte et par suite du loyer de l'argent en général, engendre deux

conséquences très importantes. La première tient au fait que l'élévation du taux d'intérêt agit efficacement sur la demande de devises ou de monnaie nationale pour investissement des capitaux. Les capitaux nationaux qui tendaient jusqu'au dernier moment à s'enfuir vers l'étranger, resteront à l'intérieur où ils trouveront des conditions de placement plus attrayantes. Parallèlement, la hausse du taux d'escompte entraînera une restriction de la demande de crédit à la banque d'émission employé jusqu'alors pour l'achat des devises étrangères et une diminution de la demande de celles-ci s'ensuivra. D'autre part, les capitaux étrangers ne seront pas moins sensibles au relèvement du taux de l'escompte. Attirés par le haut loyer de l'argent, ils afflueront à l'intérieur et augmenteront ainsi l'offre des devises. Ces deux mouvements inverses amèneront l'accord entre l'offre et la demande au cours normal du change, c'est-à-dire qu'ils rétabliront l'équilibre troublé de la balance des paiements et arrêteront l'écoulement de l'encaisse de la banque d'émission.

La deuxième conséquence de la hausse du taux d'escompte doit normalement être l'accélération de la baisse des prix provoquée déjà par la contraction de la circulation monétaire due à l'écoulement de l'or ou des devises que détient la banque d'émission. Il en résultera une diminution des importations et une augmentation des exportations, c'est-à-dire une restriction de la demande de devises contre un accroissement de l'offre.

Les variations du taux d'escompte modifient le niveau général des prix beaucoup plus rapidement que ne le fait l'afflux d'or ou de devises vers la banque d'émission ou le reflux en sens inverse. Cependant cette action du taux d'escompte demeure assez théorique, sauf dans les grands pays, industriels ou commerciaux. Dans les petits pays, les variations du niveau général des prix

sont plutôt liées au mouvement des réserves d'or ou de devises de la banque d'émission.

La Banque d'Angleterre a très souvent utilisé le jeu du taux d'escompte. L'importance du marché de Londres fut en effet toujours considérable puisqu'il constitue le centre des mouvements internationaux des capitaux. Pourtant même là, principalement depuis la guerre, les variations du taux de l'escompte, s'ils ont stimulé très souvent les capitaux étrangers et particulièrement incité les capitaux français à émigrer vers Londres, n'ont pas suffi néanmoins à interdire la sortie de l'or d'Angleterre (1). C'est pour cette raison que souvent la Banque d'Angleterre, redoutant que la seule variation du taux de son escompte ne puisse efficacement protéger son encaisse, eut également recours aux crédits étrangers. En France, l'emploi du taux d'escompte pour parer aux variations du change fut assez rarement utilisé. Aussi, ce taux y est-il toujours resté inférieur à celui des autres places. En Allemagne, le jeu du taux d'escompte permet plutôt de restreindre le crédit à l'intérieur que de parer aux fluctuations du change.

Il ne semble pas qu'une élévation du taux d'escompte en Grèce ait pu avoir des effets analogues sur les mouvements des capitaux pendant la période de la stabilisation. Bien qu'il fut toujours supérieur à ceux des autres pays, ce loyer élevé n'a jamais attiré les avoirs étrangers en quête de placement (1). La faible étendue et la médiocre importance du marché hellénique ne permettent pas à l'Institut d'émission d'utiliser le taux d'escompte pour diriger les mouvements des capitaux.

(1) V. STEHELIN : *La politique de l'escompte de la Banque d'Angleterre*, Thèse Paris 1933.

(2) V. SPOURGITIS : *La politique du taux d'escompte*, dans le journal *Proia*, 23 janvier 1933.

Cependant, il ne faut pas croire que l'élévation du taux d'escompte peut toujours produire ses effets, savoir : afflux des capitaux dans le pays, équilibre de la banque des paiements, enfin, arrêt d'écoulement de l'encaisse de la banque d'émission. Cette action peut ne pas se manifester, parce qu'elle ne s'exerce pas automatiquement, indépendamment de la volonté des individus, parce que certains obstacles lui sont opposés ou parce que manquent certaines conditions psychologiques et morales. Parmi ces dernières la sécurité des placements tient à coup sûr une place très importante (2).

Or, précisément en Grèce, pendant ces dernières années, elle ne fut pas absolue. D'une part, l'avenir de la stabilisation et d'autre part une série de mesures législatives, laissèrent les capitalistes étrangers fort méfiants. Si des capitaux furent importés en Grèce, ils le furent non sous forme de placements attirés par le taux d'escompte de l'Institut d'émission, mais, bien au contraire, sous forme d'emprunt public contracté à des conditions souvent très onéreuses.

Non seulement le taux élevé d'escompte de la Banque de Grèce n'a pas pu attirer les capitaux étrangers, mais encore il n'a pas pu empêcher l'exode des capitaux helléniques, les uns désirant participer aux spéculations internationales, les autres cherchant plus prudemment un refuge. Tous ces faits montrent la faible efficacité des variations du taux d'escompte de l'Institut d'émission à l'égard des mouvements des capitaux.

Une dernière remarque qu'il faut faire en ce qui concerne l'action du jeu du taux d'escompte, consiste à ce que la banque d'émission doit être en mesure d'imposer son taux officiel sur le marché, de sorte qu'une élévation ou une diminution de celui-ci provoque

(1) A. AFTALION : *L'or et sa distribution mondiale*, Paris, 1932, p. 63 et 65.

des variations analogues soit du taux des banques privées, soit du taux d'intérêt en général. Cette condition pendant toute la durée de la stabilisation a fait presque complètement défaut à la Banque de Grèce. La Banque, à cause de la faiblesse de son actif, dès sa création s'avéra incapable de dominer le marché grec et de devenir ainsi le régulateur suprême du crédit. Voici pourquoi : son actif, lorsqu'elle commença ses opérations, n'était constitué, en dehors de ses réserves d'or et de devises, que par une créance sur l'Etat. L'origine de cette créance est la suivante :

Le 14 mai 1928, date de l'ouverture des travaux de la Banque de Grèce, qui a succédé à la Banque Nationale dans son rôle d'Institut d'émission, cette dernière a cédé à la Banque de Grèce une partie de la dette que le Gouvernement avait contractée envers elle. Cette dette avait pour origine les différents emprunts et avances que la Banque Nationale avait accordés à l'Etat en sa qualité de banque d'émission. Les engagements dont le Gouvernement se reconnaissait débiteur à l'égard de la Banque de Grèce en vertu du protocole de Genève du 15 septembre 1927 et de la convention du 5 octobre 1927, ratifiée par le décret-loi du 10 novembre 1927 (article 3, § F), comprenaient les éléments suivants :

	Drs
1° Dette relative à la circulation du cours forcé	1.596.037.088
2° Dette provenant des avances effectuées en vertu de la loi l'XMB' de 1910	1.118.341.140
3° Dette provenant d'autres emprunts et comptes divers	1.075.259.937
Total.....	3.789.638.165 (1)

(1) V. l'analyse de cette dette dans le *Bulletin mensuel de la Banque de Grèce* du mois de juillet 1931, p. 200.

Cette somme de 3.789.638.165 de drs, en vertu de l'article 5 de la convention ci-dessus, devait être remboursée : 1° par une annuité budgétaire de 200 millions de drachmes pendant les deux premières années, puis de 300 millions de drachmes ; 2° par les bénéfices retirés par l'Etat hellénique de la frappe des pièces divisionnaires aux termes de l'article 3 des statuts de la Banque de Grèce ; 3° par l'affectation de tous les droits et taxes dus par la Banque Nationale de Grèce à l'Etat et d'une somme égale à la participation de l'Etat aux bénéfices de la Banque de Grèce.

Cependant, le Gouvernement n'a amorti sa dette que très lentement depuis la stabilisation jusqu'à la crise monétaire de septembre 1931 ; la dette gouvernementale envers la Banque de Grèce a diminué progressivement ainsi qu'il suit :

31 décembre 1928	3.789.638.165
» » 1929	3.596.490.924
» » 1930	3.388.762.993
31 août 1931	3.125.420.770

A l'origine tout l'actif de la Banque de Grèce, sauf les sommes qui constituaient son encaisse-or et devises étrangères et une petite somme de 50 millions de drs qui formait son portefeuille commercial, était donc constitué en quasi totalité de la dette gouvernementale.

Voici maintenant quelle fut l'évolution quantitative du volume de l'escompte et des avances de la Banque de Grèce depuis sa création jusqu'à la chute de la livre-sterling.

Bilan du 14 mai 1928	49.999.308
» » 31 décembre 1928	109.441.094
» » » 1929	290.770.030
» » » 1930	364.743.510
» » 30 septembre 1930	331.397.819

Ainsi qu'on voit au fur et à mesure que la dette gouvernementale diminuait, les sommes ainsi libérées étaient employées par la Banque à augmenter l'importance de son crédit. La faible diminution qui se manifeste en 1931 provient de l'augmentation par la Banque de ses placements en valeur. Le montant de ceux-ci a passé de 55.543.625 en 1929 à 298.762.993 en 1930 et à 286.933.644 de drs au 30 septembre 1931.

Une telle situation a immédiatement empêché la Banque de conserver le contact avec la vie économique du pays, elle fut impuissante à devenir le régulateur central du crédit en Grèce. En la créant, on n'a cherché qu'à assurer la valeur extérieure de la nouvelle drachme, c'est-à-dire garantir le maintien de sa parité-or. Mais le crédit, l'autre fonction tout aussi capitale d'une banque d'émission, fut presque négligé. Sur ce point, son élasticité était nulle.

Depuis, Ricardo a été souligné ce fait, qu'un système monétaire dans lequel la circulation est couverte dans la proportion de 100 % ne présente aucune élasticité. On se rappelle la fameuse controverse entre le « currency principle » et le « banking principle » et le triomphe de ce principe d'élasticité de la circulation marqué par la création de douze banques fédérales aux Etats-Unis d'Amérique en 1913. Sur ce point, le système de la couverture de la Banque de Grèce présentait une relative souplesse, puisque une fraction égale à 40 % de ses engagements à vue devait être couverte par de l'or ou des devises-or. Mais 60 %, ou tout au moins une grande partie de ces 60 % qui devaient naturellement être garantis par un portefeuille commercial constitué soit par des lettres de change escomptées, soit par des billets à ordre, soit enfin par des avances, n'étaient couverts que par une créance sur l'Etat. Ainsi l'élasticité résultant du principe des 40 % disparaissait

en raison de la composition de l'actif de la Banque. C'est là le motif pour lequel la Banque de Grèce dès l'origine n'a pas pu dominer le marché. Il explique aussi que l'action du taux de l'escompte, comme nous allons le voir dans le paragraphe suivant, ait été si peu efficace.

Ce fut assurément une lacune de la réforme bancaire en Grèce. M. Venizelos, dans son discours du 24 septembre 1932, signalait notamment, au nombre des défauts de la stabilisation de 1928, la mauvaise constitution de l'actif de la Banque de Grèce. En effet, la dette totale du Gouvernement envers la Banque Nationale de Grèce s'élevait au moment de la stabilisation à 5.500 millions de drs. Lors de la convention ci-dessus mentionnée, cette dernière en a transmis la plus grande partie au nouvel Institut d'Emission, soit 3.789 millions de drs. Ainsi, tandis que la Banque Nationale de Grèce assurait par cet arrangement la liquidité de son actif, par contre celui de la Banque de Grèce s'alourdissait d'un poids mort qui représentait 47 % du total des éléments composant son actif. On aurait dû, selon la juste observation de M. Zolotas, doter la nouvelle Banque d'une somme bien supérieure à 50 millions de drs, somme infiniment faible qui constituait son portefeuille commercial (1). C'est ainsi que la nouvelle Banque aurait pu exercer une influence sur la vie économique du pays et dominer le marché par son action sur le taux d'escompte. Tous les organismes économiques du pays auraient alors été contraints de se conformer à sa politique et de suivre plus ou moins immédiatement l'impulsion qu'elle aurait donnée. Nous verrons, au cours de cette étude, que cette situation, après avoir persisté jusqu'à la crise monétaire, s'est ensuite modifiée, la Banque de Grèce ayant reçu les moyens de remplir sa mission de crédit.

(1) V. ZOLOTAS : *Stabilisation légale*, Athènes, 1928, p. 102.

Après ces considérations, abordons maintenant la politique de la Banque relative au taux de l'escompte.

§ 3. — *La politique du taux d'escompte
de la Banque de Grèce depuis sa création
jusqu'à la chute de la livre-sterling.*

En ce domaine, la politique de la Banque de Grèce peut se diviser en deux périodes : Première période, depuis la stabilisation jusqu'à la fin de 1929 ; deuxième période, depuis le début de la crise économique en Grèce — janvier 1930 — jusqu'à la chute de la livre-sterling.

La première période fut une ère de forte activité économique dans tout le pays. Elle a duré jusqu'à la fin de 1929. La cause peut en être attribuée à la stabilisation de la monnaie nationale (1). Cette mesure a accéléré le progrès des entreprises commerciales et industrielles par l'accroissement des investissements à long terme, par l'extension des anciennes exploitations ou la constitution de nouvelles. Mais cette époque de vie économique intense coïncida avec une période de grands besoins

(1) Les phases du cycle économique par lesquelles a passé l'économie hellénique depuis 1927, année de la stabilisation du fait de la drachme, sont les suivantes : Depuis le dernier trimestre de 1926 jusqu'au milieu de 1927, état stationnaire. A partir de cette date et jusqu'à la stabilisation légale, état de hausse légère. Depuis la stabilisation jusqu'à la fin de 1929, état de forte activité économique, laquelle a abouti à la crise de 1929. En janvier 1930, l'économie hellénique pénètre dans la phase de liquidation qui a duré jusqu'à la crise monétaire de septembre 1931. V. CRISTODOULOPOULOS : *Les variations économiques et leur analyse statistique*, Athènes, 1930, p. 106 et 120. V. également dans cette étude une analyse du baromètre économique de la Grèce sur la base du baromètre de Harward, p. 117. V. aussi pour le baromètre économique de la Grèce 1924 à 1931 les deux intéressantes études de M. Mousmoutis : *L'analyse du baromètre économique de la Grèce*, dans la *Revue économique et sociale de la Grèce*, publiée par MM. ZOLOTAS et ANGELOPOULOS, fascicule A, mois de janvier-avril 1932, p. 147 et fascicule B, mois de mai-août 1932, p. 317.

monétaires. La demande d'argent liquide pendant cette période fut fort considérable. Les banques ont dû, particulièrement pendant l'année 1929, satisfaire à de grands besoins de crédit. Les chiffres le démontrent, car, tandis que les principales banques helléniques — qui effectuent les trois-quarts des opérations bancaires du pays (1) — avaient consenti pendant le premier trimestre de 1929 des crédits à court terme équivalant à 5.305 millions de drachmes, cette somme, à la fin de la même année, s'éleva à 6.387 millions de drs, soit un accroissement de 1.082 millions (2). C'est précisément cette brusque augmentation des crédits bancaires qui montre combien étaient grands les besoins d'argent liquide sur le marché monétaire en 1929.

Pendant cette période, quelle fut la politique de la Banque de Grèce ? Le taux d'escompte officiel était, au moment de la création de la Banque, à 10 %. La Banque l'a maintenu à ce niveau jusqu'au 30 novembre 1928. A cette date, au lieu d'élever son taux d'escompte, afin d'arrêter dans une certaine mesure la demande excessive des crédits, elle l'a abaissé à 9 % et elle l'y a laissé sans aucune autre modification jusqu'à la chute de la livre-sterling, c'est-à-dire pendant près de trois ans. L'in-

(1) Ces banques sont : La Banque Nationale de Grèce, la Banque Populaire, la Banque d'Athènes et la Banque Commerciale. La distinction des banques en banques de dépôt, en banques d'affaires et en ce qu'on appelle la haute banque n'existe pas en Grèce. V. pour la distinction des banques : *Encyclopédie des banques de Bourse*, sous la direction de M. François MARCEL, tome 1^{er}. Les banques helléniques, en raison de la structure économique du pays ne sont pas spécialisées en matière bancaire. Elles sont en même temps des banques de dépôt, de Caisse d'Epargne, même des banques d'affaires. V. *Annuaire Economique de la Grèce pour l'année 1931*, p. 374 et suiv.

(2) Ces chiffres sont extraits des situations mensuelles que les banques sont obligées de soumettre chaque mois au Ministère des Finances. Elles sont publiées dans le *Bulletin mensuel de la Banque de Grèce*.

tention de la Banque, en ramenant son taux d'escompte de 10 à 9 %, n'était ni d'augmenter ses crédits, ni non plus de faciliter la demande de capitaux. Son but était plutôt d'encourager la diminution du taux courant du marché. Celui-ci était, en effet, très élevé pendant cette période. Pourtant ce résultat était inaccessible, étant donné les conditions du marché à cette époque, et l'impuissance de la Banque à le diriger.

Dès lors, toute la politique de l'Institut d'émission consistait à maintenir à tout prix la stabilité de la drachme. Or, pour éviter la demande de crédits qu'aurait provoqué la baisse de son taux d'escompte, dont l'inflation de crédits aurait peut-être été la conséquence, la Banque, estimant d'ailleurs que le seul jeu du taux de l'escompte n'aurait pas suffi à freiner l'augmentation des crédits, fit appel à un procédé de restriction directe de ses crédits.

La politique suivie par la Banque au cours de cette période peut se résumer en deux principes : Baisse du taux d'escompte, ayant pour but de provoquer une réduction corrélative du loyer de l'argent sur le marché ; restriction des crédits pour éviter les demandes que le public, encouragé par l'abaissement du taux de l'escompte, n'aurait pas manqué de présenter. D'auto-rité, la Banque fixait le montant de ses prêts — ceux-ci étant d'ailleurs extrêmement limités — choisissant en toute indépendance les bénéficiaires et les refusant même à certains particuliers qui remplissaient toutes les conditions requises. En d'autres termes, au lieu d'élever son taux d'escompte jusqu'au niveau indispensable pour arrêter les demandes de crédit, elle préféra le diminuer et restreindre *proprio motu* les crédits alloués.

Cette politique eut pourtant certaines conséquences défavorables. Le taux d'escompte des autres banques et

celui du marché en général s'étaient maintenus, en dépit de la diminution du taux officiel, à des niveaux bien supérieurs. En effet, dans les banques, le taux à court terme a oscillé pendant cette période de 11 à 13 %, et sur le marché libre, le loyer de l'argent variait de 17 à 20 % (1).

Normalement, le taux d'escompte des banques commerciales ne doit pas dépasser le taux officiel de l'Institut d'émission — il doit même être légèrement inférieur — pour permettre à celles-ci, en cas de nécessité, de réescompter leur portefeuille commercial auprès de la Banque Centrale. Ainsi, et lorsque l'Institut d'émission est en mesure de remplir son rôle de Banque Centrale, toute fluctuation du taux officiel influe en général sur celui des autres banques ; une diminution ou une hausse de celui-là entraîne finalement une réduction ou une augmentation relative du taux des autres banques. Mais, en Grèce, le procédé de réescompte du portefeuille de banques commerciales auprès de la Banque Centrale n'a pas été appliqué pendant la période de la stabilisation.

En outre, la mise en œuvre par la Banque de Grèce de sa politique de restriction de crédits a privé de son efficacité le jeu du taux de l'escompte. Les banques commerciales ont pu maintenir leur taux à un niveau supérieur à la Banque de Grèce sans que celle-ci puisse leur imposer le sien.

La Banque de Grèce aurait pu le tenter de deux manières : d'abord en intervenant activement sur le marché, en accordant des crédits suffisants, et par conséquent en augmentant la circulation. Cette politique aurait eu pour résultat de créer une inflation de crédit et par conséquent de hausser les prix, chose fort dan-

(1) V. sur la cherté des capitaux en Grèce pendant la stabilisation : ZOLOTAS, *Etudes monétaires*, Athènes 1932, p. 31 et suiv.

gereuse pour la stabilisation de la drachme, vu la diminution constante pendant cette période de l'encaisse de la Banque. Avec raison, cette politique n'a pas été suivie. Ensuite, l'Institut d'émission aurait pu tenter d'agir sur le taux d'escompte des banques privées en élevant son propre taux d'escompte jusqu'au niveau indispensable pour empêcher toutes les demandes de crédit et pour limiter automatiquement ces dernières aux besoins réels du marché. C'est justement ainsi qu'aurait dû procéder la Banque. Pourtant, elle a préféré suivre la voie de la restriction des crédits tout en maintenant un taux relativement bas.

Pour apprécier cette politique, il faut noter que le but principal de la Banque, la défense de son encaisse, ne fut pas atteint. Malgré son désir d'éviter autant que possible la diminution de son encaisse, celle-ci, de 4.241 millions de drs vers la fin de 1928, tomba à la fin de 1929 à 3.116 millions de drs, soit une diminution de 1.124 millions.

Ce résultat, dû aussi à d'autres causes telles l'évolution de la balance des comptes que nous examinerons dans le troisième chapitre de cette partie, était surtout la conséquence de ce que les banques commerciales ont répondu largement aux demandes de crédits, donnant ainsi la possibilité aux importateurs d'importer davantage. Les banques furent en mesure d'augmenter leurs prêts parce que leurs disponibilités s'accrurent par l'augmentation de leurs dépôts et parce qu'elles convertissaient auprès de la Banque de Grèce, une partie de leurs disponibilités en devises. Ces devises étaient revendues ensuite par la Banque au public qui les exportait.

A cette double politique, de la Banque de Grèce d'une part, des autres banques d'autre part, doit être attribuée dans une certaine mesure la diminution si importante

de l'encaisse de l'Institut d'émission pendant la période envisagée.

*
**

La deuxième période de la politique du taux de l'escompte de la Banque de Grèce commence en janvier 1930 et dure jusqu'à la crise monétaire de septembre 1931. Cette période fut caractérisée par une liquidité remarquable du marché monétaire. Le mouvement bancaire pendant la première année, c'est-à-dire en 1930, présente dans son ensemble une certaine instabilité due principalement à la situation économique générale. Celle-ci se traduisit par l'afflux des capitaux sous forme de dépôts en banque et par la réserve avec laquelle les opérations commerciales ont été conduites en général. De l'examen des comptes des quatre grandes banques, il appert que leurs escomptes et leurs crédits, loin d'augmenter comme en 1929 sous la pression de la grande demande des capitaux, commencèrent, comme il est naturel une fois la crise déclarée, à baisser graduellement (1). En effet, sous l'influence de la chute des prix et de la restriction des transactions, le total de leurs crédits qui, au début de 1930, s'élevait à 6.387 millions de drs, s'abaissa à la fin de la même année à 5.903 millions de drs. De plus, les dépôts à vue en drs dans ces mêmes banques augmentèrent sensiblement. Leur montant étant de 5.078 millions de drs au début de l'année, il passa à 5.717 millions de drs à la fin de l'année, soit un accroissement de 639 millions. Cette évolution des dépôts, ainsi que la diminution des crédits et des

(1) L'octroi de crédits augmente en période de hausse des prix à raison même de cette hausse et des demandes accrues de crédits qu'entraîne l'activité des échanges. Il diminue en période de baisse des prix à raison même de cette baisse et de la réduction des demandes de crédits qu'amène le ralentissement des affaires. V. AFTALION : *Monnaie et industrie*, Paris, 1929, p. 109.

escomptes des banques, entraînèrent un important développement de leur liquidité tant en drachmes qu'en devises. Celles-ci, qui, au début de l'année, se chiffraient respectivement à 826 millions (disponibilités en drs) et 872 millions (disponibilités en devises), passèrent à la fin de l'année à 1.207 millions de drs pour les premières, à 1.352 millions de drs pour les secondes.

L'année 1931 présente les mêmes traits caractéristiques que l'année précédente. Elle en diffère cependant, en ce que, vers le milieu de cette année, c'est-à-dire pendant les trois mois qui ont précédé la crise monétaire, la situation économique s'était en général un peu améliorée. Mais ce léger progrès fut totalement détruit par la déclaration de la crise monétaire.

De l'étude des chiffres afférents au mouvement des grandes banques depuis le début de 1931 jusqu'à la crise monétaire, il ressort que le volume de leur escompte et de leur crédit, sauf pendant quelques mois d'été, sont restés quasi stationnaires. Au contraire, les dépôts à vue, en raison du développement de la crise économique, ont relativement augmenté, si on les compare à ceux de l'année précédente. Ainsi, tandis qu'ils s'élevaient à la fin de 1930 à 5.717 millions de drs, ils atteignaient à la fin juin de 1931 5.955 millions de drs. Depuis lors, ils ont diminué progressivement. Dès le mois d'août, quand apparaissaient les signes avant-coureurs d'une crise monétaire, les dépôts commencèrent à diminuer et un tel mouvement fut naturellement accéléré par la secousse monétaire que la chute de la livre-sterling a provoquée. Ce fut la première manifestation des craintes qui ne tardèrent pas à se développer au sujet de la stabilité de la drachme.

La diminution des crédits des banques à court terme, par rapport à l'accroissement quasi continu de leurs dépôts pendant cette seconde période depuis 1930 jus-

qu'en juin 1931, augmenta leurs disponibilités liquides et leur permit d'abaisser le taux de leur escompte au-dessous du taux officiel de la Banque. En effet, tandis que le taux de la Banque de Grèce n'avait pas été modifié depuis décembre 1928, il a constamment été maintenu à 9 % jusqu'à la crise monétaire, celui des banques a oscillé pendant cette seconde période entre 7 et 8 %. Une semblable situation eut comme résultat de provoquer une sortie de leurs disponibilités, d'abord sous forme de placement à court terme sur les places étrangères, ensuite sous forme de rachat et de rentrée des titres de l'Etat hellénique. Cette opération s'effectuait en achetant à la Banque de Grèce des devises étrangères contre des drachmes (1). L'acquisition d'obligations helléniques sur les places étrangères constituait à cette époque une assez avantageuse spéculation pour les banques, car leurs disponibilités fort abondantes étaient improductives.

Pendant cette seconde période, la Banque de Grèce se trouvait aux prises avec une crise aiguë dans laquelle elle éprouvait les plus grandes difficultés à concilier sa fonction de crédit et sa fonction monétaire. La situation du marché l'incitait à abaisser le taux de son escompte au-dessous de 9 %. Malheureusement, d'autres motifs plus impérieux lui interdisaient de suivre une telle politique (2). Depuis janvier 1930, son encaisse n'avait pas cessé, ainsi que nous l'avons noté, de décroître. Si, en janvier 1930, elle s'élevait à 3.332 millions de drs, elle tombe en août 1931 à 2.311 millions de drs seule-

(1) V. *Bulletin mensuel de la Banque de Grèce* du mois de juin 1931, p. 162.

(2) Ne faut-il pas voir ici encore un autre facteur contre l'emploi normal du taux d'escompte résultant de l'antagonisme entre la fonction monétaire et la fonction du crédit de la banque d'émission ?

ment, soit une diminution de un milliard de drs environ. La Banque devait donc, sinon élever encore le taux de son escompte, à tout le moins le maintenir à son niveau de 9 %.

Une semblable mesure aurait été efficace si elle avait provoqué une hausse corrélative du taux des autres banques. Seule, une augmentation générale du loyer de l'argent aurait encouragé le rapatriement ou arrêté un nouvel exode des capitaux. Pour remédier à l'excès de liquidité qui avait incité les banques à abandonner le marché hellénique et faire sortir leurs disponibilités à l'étranger, la Banque de Grèce aurait dû prendre des mesures énergiques. Or, au cours de cette deuxième période, elle ne dominait pas mieux le marché que précédemment, mais c'était pour des motifs absolument différents.

Tandis que pendant la première période, la politique de restrictions du crédit supprimait toute action de la Banque sur le marché, le même résultat était maintenant automatiquement atteint, car, en raison de la liquidité excessive du marché, il était inutile de recourir à la Banque d'émission pour obtenir des crédits.

Plus précisément, la Banque aurait dû centraliser chez elle l'excédent des disponibilités des autres banques, en pratiquant la politique des libres achats et ventes de titres sur le marché — open market policy. Si les premiers augmentent la liquidité du marché, les seconds la restreignent en réintégrant dans la Banque une partie des billets en circulation. C'est ainsi que l'Institut d'émission eût pu dominer le marché et en limiter l'excessive indépendance, conséquence des disponibilités trop abondantes des banques. Mais, pour y réussir et défendre efficacement son encaisse, la Banque de Grèce n'avait pas les moyens nécessaires. Les fonds liquides, pour intervenir sur le marché, lui faisaient

défaut. Cependant, si elle n'a pas eu cette prérogative qui est l'apanage indispensable de tout Institut d'émission, elle l'a obtenue après la crise monétaire.

De notre étude sur la politique du taux d'escompte de la Banque de Grèce, pendant la période comprise entre sa création et la chute de la livre-sterling, une conclusion se dégage. L'absence complète de toute politique du taux d'escompte de la part de la Banque de Grèce l'a empêchée dès l'origine de contrôler le marché monétaire. Cette carence s'explique par l'insuffisance de son actif. Son impuissance à défendre efficacement son encaisse-or en fut la conséquence. Celle-ci, de 4.011 millions de drs qu'elle s'élevait lors de la création de la Banque, tomba à 2.341 millions de drs, sauf un redressement passager en décembre 1928. Nous ne voulons pas cependant alléguer que cette diminution était due à la seule action du taux de l'escompte de la Banque. D'autres facteurs y ont également contribué. A leur examen sont consacrés les deux chapitres suivants.

CHAPITRE II

LES FINANCES PUBLIQUES DEPUIS LA STABILISATION JUSQU'A LA CRISE MONETAIRE

Au cours de l'introduction historique, nous avons constaté que le facteur principal, peut-être le facteur unique de la dépréciation de la drachme et de son instabilité, était à coup sûr l'accroissement constant des besoins de l'Etat, auxquels les divers Gouvernements subvenaient par le recours abusif au papier-monnaie.

Une fois effectuée la stabilisation de la drachme, il fallait renoncer autant que possible à ces moyens dangereux et assurer sincèrement et intégralement l'équilibre budgétaire. Un déficit budgétaire persistant a des conséquences désastreuses pour la stabilité monétaire. En émettant, par l'intermédiaire de sa Banque d'émission, du papier-monnaie sans couverture, la puissance publique recourt à une solution de désespoir dont les périls de toutes sortes sont évidents. Elle donne d'ailleurs un aliment pessimiste aux spéculations des particuliers sur la valeur éventuelle de la monnaie nationale. Certes les difficultés passagères de la Trésorerie ou les embarras momentanés du budget ne constituent pas un danger immédiat pour la monnaie. Mais si une telle situation persiste, il en va différemment. Un budget en déficit, la crainte que des événements futurs ne

rompent son équilibre précaire, une Trésorerie sans aisance, une forte dette flottante, telles sont les circonstances qui laissent prévoir un appel à l'inflation. Le change alors peut en être influencé. Si la monnaie est légalement stabilisée, le change ne pourra pas évidemment dépasser le niveau de la stabilisation puisque la Banque d'émission doit fournir à tout instant des devises étrangères au prix fixé.

Pourtant, la gêne des finances publiques peut compromettre la stabilisation. Les détenteurs de monnaie nationale, doutant de sa stabilité, convertiront leurs drachmes par exemple, à la Banque de Grèce, et obtiendront des devises étrangères qu'ils exporteront. La couverture de la Banque s'abaissera et l'exode des capitaux détruira la stabilisation monétaire. Au contraire, un équilibre budgétaire, une dette flottante légère, ou en voie de diminution, peuvent retenir les capitaux dans le pays et assurer le fonctionnement de la stabilisation.

Les finances publiques nous intéressent également d'un autre point de vue, celui du service de la dette publique et plus particulièrement de la dette extérieure. Les intérêts et l'amortissement de cette dernière exigent des devises étrangères que l'Etat doit, pour faire face à ses engagements, se procurer normalement par ce qu'on appelle « les éléments visibles ou invisibles » de l'actif de la balance des comptes. Mais si, dans un pays, tel que la Grèce, dont la balance commerciale est toujours défavorable et dont les autres éléments actifs de la balance des comptes ne peuvent équilibrer les postes passifs, il arrive que la dette extérieure soit particulièrement lourde et que l'Etat obtienne les devises nécessaires pour le règlement de ses dettes extérieures par de nouveaux crédits étrangers sous forme d'emprunts, ou par le recours au stock des devises de la Banque d'émission, il est évident que, tôt ou tard les

réserves de l'Institut d'émission une fois épuisées et l'appel aux crédits devenant impossible, le Gouvernement se verrait contraint à suspendre l'exécution de ses engagements. Dès lors, la stabilisation sera également compromise.

Tels sont les motifs qui nous incitent à examiner brièvement l'évolution des finances helléniques depuis la stabilisation jusqu'à la crise monétaire.

*
**

Les économies rigoureuses et l'augmentation des impôts qui ont été édictées lors de la stabilisation ont donné ces résultats tangibles et l'exercice budgétaire de 1927-1928 s'était clôturé, ainsi que nous l'avons vu précédemment, non pas par un déficit, mais par un fort excédent. Ce dernier s'éleva finalement à 754 millions de drs.

La situation des finances publiques est demeurée fort favorable jusqu'à l'exercice 1930-1931.

Voici les différents budgets de cette période tels qu'ils ont été présentés et tels que le Parlement les a votés :

Exercice 1928-1929 :		
Recettes	Drs	11.114.652.333
Dépenses	»	11.114.652.333
		Equilibré
Exercice 1929-1930 :		
Recettes	»	9.665.613.373
Dépenses	Drs	9.657.613.373
Excédent	»	8.000.000
Exercice 1930-1931 :		
Recettes	»	10.178.533.053
Dépenses	Drs	10.171.776.585
Excédent	»	6.756.468

Voyons maintenant comment ces différents budgets se sont clôturés, car, d'après le système de l'exercice qui est en usage en Grèce, le budget d'une année en dehors des recettes et des dépenses qui y sont engagées et effectuées, laisse, en outre, différents comptes soit actifs, soit passifs, qui se régleront pendant les années suivantes (1). Sur ces bases les exercices budgétaires depuis 1927-28 jusqu'à 1930-31 (2) se sont présentés ainsi (en millions de drachmes).

	Exerc. 1927-28	Exerc. 1928-29	Exerc. 1929-30	Exerc. 1930-31
1° Excédents des recettes sur les dépenses effectuées ..	1.226	1.105	375	214
2° Recettes des reliquats actifs	186	174	245	162
3° Excédents ordonnés pendant	—	—	1.128	826
	1.412	1.279	1.748	1.202
4° Moins reliquats passifs ..	658	648	941	982
Excédent final de l'exercice.	754	631	807	220

Ainsi qu'on le voit, le total des excédents résultant de ces différents exercices budgétaires, depuis la stabilisation jusqu'au mois d'avril 1932, s'éleva à 2.400 millions. Ces soldes actifs ont été répartis comme suit : pour l'exercice 1929-30, 1.128 millions de drs ; pour l'exercice 1930-31, 828 millions de drs, et pour l'exercice 1931-32, le reste, soit 444 millions, a été employé à couvrir le déficit que cet exercice avait laissé. Ces excédents permirent d'accorder des dégrèvements fiscaux (200 millions), de financer la politique sociale du

(1) V. E. ALLIX : *Traité de sciences et de législation financière*, Système d'exercice, p. 25.

(2) V. Rapport de la Direction générale de la Comptabilité publique, mois d'avril 1932.

Gouvernement (construction d'écoles, grands travaux techniques, etc...), enfin une partie en a été également affectée à l'amortissement d'une portion des emprunts publics (1). Notons cependant qu'aucune part n'en fut consacrée à éteindre la dette gouvernementale envers la Banque de Grèce en dehors de ce qu'avait explicitement prescrit la convention passée entre le Gouvernement et la Banque Nationale de Grèce. Il aurait été pourtant opportun d'accélérer la liquidation de la dette gouvernementale envers l'Institut d'émission, qui pesait lourdement sur son actif et l'empêchait de jouer sur le marché monétaire un rôle normal.

D'après ce qui précède, on voit que les finances publiques étaient assez prospères. Si l'on ajoute que la Trésorerie était fort aisée ainsi que le révèle le compte-courant du Gouvernement auprès de la Banque de Grèce (2), constamment créditeur à cette époque, on peut considérer cette époque comme étant une des plus satisfaisantes pour les finances publiques helléniques.

Il est vrai que ces trois exercices, qui ont suivi la stabilisation de la drachme, se caractérisent par l'augmentation importante tant des recettes que des dépenses par rapport à celles de l'année 1927-28 ; le budget de l'exercice 1927-28, voté par la Chambre, présentait un total de recettes s'élevant à 8.829 millions de drs et un total de dépenses s'élevant à 8.878 millions de drs.

(1) V. Rapport de M. MARIS, Ministre des Finances, sur l'exercice budgétaire 1931-32, pour le mode d'emploi de ces excédents, p. 15. V. aussi *Bulletin de la Banque d'Athènes*, n° 106 de décembre 1931.

(2) Il était prévu par le § 9 de l'article V du Protocole de Genève, que la Banque de Grèce centraliserait toutes les recettes et dépenses de l'Etat ou des entreprises publiques. Elle établirait un compte de caisse complété par un contrôle des engagements, et par la publication mensuelle d'états révélant la situation de caisses, les recettes et dépenses budgétaires, la situation des engagements du Trésor et celle de la dette publique. V. l'évolution de ce compte dans le rapport de M. TSOUDEROS, Gouverneur de la Banque de Grèce, pour l'exercice 1931, XLVI.

L'accroissement est particulièrement remarquable pour l'année qui a précédé immédiatement la stabilisation légale de 1928. Mais, il faut tenir compte que ce phénomène résultait surtout de l'incorporation des actifs et des passifs, c'est-à-dire des comptes de gestion des exercices précédents, et que la charge réelle de ces budgets était bien inférieure aux apparences.

Quoi qu'il en soit, clôturés en excédent au lieu des gros déficits par lesquels se soldaient les budgets jusqu'en 1927, et tirant leurs ressources des recettes ordinaires, c'est-à-dire d'une perception et d'un rendement fiscal meilleur, ces budgets se caractérisent par la renonciation presque complète à tout emprunt.

Voici en effet quelles furent, pendant cette période, les recettes d'emprunts, évaluées en drachmes stabilisées :

Année 1928-29	1.219.000.000
» 1929-30	132.000.000
» 1930-31	125.000.000
» 1931-32	200.000.000

Or, si l'on met à part la première somme qui provenait de l'emprunt de stabilisation destinée à liquider les arriérés budgétaires des années précédentes et incorporée dans l'exercice 1928-29, on remarque combien l'Etat fit rarement appel aux procédés auxquels il recourait avant la stabilisation, pour couvrir ses dépenses. Certes, ainsi que nous allons le voir dans le paragraphe suivant, l'émission des différents emprunts publics n'a pas fait défaut pendant cette période. Cependant, ces emprunts ne furent pas nécessités par des fins budgétaires, mais bien au contraire utilisés pour développer les forces productives du pays.

Si les exercices budgétaires que nous avons mentionnés ont présenté d'importants excédents, ce résultat fut acquis au prix de lourds impôts. En effet, la charge

fiscale en Grèce fut particulièrement élevée depuis la stabilisation et elle l'est d'ailleurs encore maintenant. D'une étude récente du Conseil économique supérieur (1), nous extrayons les données suivantes sur la charge fiscale en Grèce, comparée avec celle des autres pays balkaniques. Comme base de comparaison, l'on a choisi le franc-or d'avant-guerre. Pour l'année 1930-31, l'imposition individuelle se présente ainsi : Grèce, recettes budgétaires : 533.000.000 frs-or ; imposition individuelle : 83,40 frs-or. Turquie, recettes budgétaires : 348.500.000 frs-or ; imposition individuelle : 24,10 frs-or. Bulgarie, recettes budgétaires : 170.300.000 ; imposition individuelle : 28,06. Yougoslavie, recettes budgétaires : 472.500.000 ; imposition individuelle : 33,06. Ainsi le Grec est le plus lourdement imposé parmi tous les balkaniques, il paye annuellement 41,39 frs-or de plus que le Roumain, 49,44 de plus que le Yougoslave, 55,34 de plus que le Bulgare, enfin 59,30 de plus que le Turc. La même proportion apparaît également si l'on examine l'année 1931-1932. La charge fiscale est aussi très lourde eu égard au revenu national. Le calcul de ce dernier est chose assez difficile (2). Cependant le Conseil économique supérieur l'a tenté et il l'a évalué à 41 milliards de drachmes stabilisées pour l'année 1929, à 37 milliards pour 1930 et à 30 milliards pour 1931.

D'après ce travail, l'imposition sur le revenu national dans les pays balkaniques se présente ainsi en 1931 :

(1) V. *L'Imposition actuelle sur les articles de première nécessité en Grèce*, Athènes, 1933.

(2) V. ZOLOTAS, *op. cit.*, p. 95. Du même : *La Grèce et la charge de sa dette publique*, Athènes, 1931, p. 45. DERTILIS : *Le revenu national de la Grèce pour l'année 1928*, Athènes, 1933. Le revenu national est calculé pour cette année à 45 milliards de drs. V. également article du député REDIADES, dans *Ploutos* du 2 mars 1930. D'après M. REDIADES, le revenu national pour l'année 1929 est calculé à 35 milliards de drachmes stabilisées.

En Grèce, l'imposition absorbe les 21,9 % du revenu national, en Bulgarie les 10,3 %, en Roumanie les 11,3 %, en Yougoslavie les 12,4 %.

La conclusion est que la Grèce, par rapport aux autres pays balkaniques dont les conditions économiques et sociales ressemblent aux siennes, est la plus lourdement taxée. Sa situation est analogue à celle des grands pays, mais ceux-ci sont incontestablement plus riches qu'elle.

Le recours aux impôts fut donc la seule source des recettes budgétaires pendant cette période. Leur rendement fut plus ou moins régulier jusqu'en 1931. Dès lors, ils fléchirent considérablement (1). Cette quasi stabilité des impôts en Grèce en dépit de la crise économique s'explique par deux raisons : l'une, relative aux impôts indirects était due à la quasi immobilité des importations. Certes, ainsi que nous le montrera l'examen de la balance commerciale à cette époque, les importations en valeur fléchirent beaucoup à partir de 1930. Le rendement de ces contributions aurait dû par conséquent diminuer. Mais le système douanier grec n'étant pas fondé sur une tarification *ad valorem* et les importations en poids n'ayant pas sensiblement varié, le rendement fiscal demeura à peu près stable. C'est principalement depuis 1931 qu'une réduction quantitative des importations provoqua une chute proportionnelle du produit de cet impôt.

Quant aux impôts directs, ils ont présenté la même quasi stabilité jusqu'en 1931. D'une part le mode de calcul et de perception est en effet différent de celui des impôts précédents, et d'autre part, la nature du revenu imposé est moins sujette aux effets de la crise. Les impôts directs, en Grèce, sont restés quasi stables

(1) V. article de M. ANGELOPOULOS ; *Les finances publiques et la crise*, dans *Oiconomikos Tachydromos*, n° 334 du 4 septembre 1932

depuis 1928, ils ne diminuèrent qu'à partir de l'année 1931. De ces développements, on peut donc déduire que les budgets de cette période ne recélaient aucun péril pour la stabilisation de 1928. Certes, une augmentation relative de la masse budgétaire se manifesta pendant cette période, c'est un fait universel, au cours des années qui précèdent la crise monétaire. Au contraire, plus important et plus dangereux pour le maintien de la stabilité monétaire fut le service de la dette publique.

§ 1. — *La politique du Gouvernement en matière d'emprunts extérieurs pendant la stabilisation et le service de la dette publique.*

La Grèce eut très souvent recours à l'aide financière extérieure pour développer ses forces productives et pour parer aux dépenses que lui ont imposées des circonstances extraordinaires. Nous ne pouvons pas retracer ici l'histoire des emprunts helléniques ; cela nous conduirait trop loin. Nous nous bornerons seulement à indiquer que, d'après les évaluations de M. Stefani-dès (1), le total des capitaux investis en Grèce depuis son indépendance jusqu'en 1930, sous forme soit d'emprunts publics, soit d'emprunts privés, soit enfin de placements divers, représente 3.482 millions de francs-or environ, savoir 2.320 pour la période avant 1923, et 1.162 millions pour la période après 1922. Evidemment, cette somme est considérable, eu égard aux ressources économiques d'un petit pays tel que la Grèce. D'après ces évaluations nous constatons que dans un laps de temps inférieur à dix ans, la masse des capitaux investis en Grèce est disproportionnée par rapport à celle empruntée pendant la période antérieure à 1922. L'indé-

(1) V. *L'entrée des capitaux étrangers en Grèce et ses conséquences économiques et sociales*, Salonique, 1930.

pendance financière de la Grèce en fut limitée d'autant et ce sacrifice s'explique par les événements imprévus qui se sont déroulés pendant ces huit années. Ce furent : l'installation des réfugiés, la stabilisation de 1928, l'exécution des grands travaux productifs, etc...

D'après le rapport officiel des experts de 1926, les dépenses globales de la Grèce causées par les guerres balkaniques, la grande guerre, la guerre gréco-turque en Asie-Mineure, et l'installation des réfugiés en Grèce, peuvent être évaluées à liv.-stg : 163.334.490 (1) (sans compter le matériel de guerre). Une partie (£ 26.000.000), soit 15,35 % de ces dépenses extraordinaires, a été soldée par l'aide extérieure, le reste étant prélevé sur les ressources propres du pays. On voit alors combien à cette époque le pays était épuisé et combien, une fois de plus, l'aide extérieure lui était indispensable pour assainir sa situation financière et monétaire d'abord, et développer ensuite son économie. Il faut maintenant, en insistant particulièrement sur la partie qui constitue la dette extérieure de la Grèce, décrire l'évolution de la dette publique hellénique depuis la stabilisation jusqu'à la déclaration de la crise monétaire.

L'ensemble de la dette publique hellénique se chiffrait, à l'époque de la stabilisation, à 60 millions de livres-sterling pour la dette extérieure et à 7.700 millions de drs pour la dette intérieure, ce qui faisait au total, 30.110.000.000 de drs environ. Son service exigeait une somme annuelle de 2.299.894.554 de drs, auxquels il faut adjoindre encore 265.000.000 de drs, qui résultaient de diverses obligations, soit en tout : 2.564.894.554 de drs. Cette somme représentait environ 34,70 % du

(1) *Annuaire économique de la Grèce*, année 1928, p. 257. ANDREADÈS : *Les effets économiques et sociaux de la Grèce*, publication Carnegie, p. 88. A. STRAGOS : *Les finances de guerre de la Grèce*, 1912-1923. Thèse Strasbourg 1928, DERTILIS, *op. cit.*, p. 50.

total des recettes et 29,90 % du total des dépenses budgétaires.

Depuis la stabilisation, la dette publique hellénique, tant extérieure qu'intérieure, s'accroît sensiblement. Son capital nominal au 31 décembre 1931, s'élève à 42.849.123.795 de drs stabilisées. De cette somme, une partie, soit 90.000.000 de livres-sterling (liv.-stg = 375), constitue la dette publique extérieure, au lieu de 60 millions de livres-sterling en 1927, et le reste, soit 9.382 millions de drs, constitue la dette publique intérieure, au lieu de 7.200 millions de drs.

Dans l'ensemble, la dette publique a donc fort augmenté pendant la période incluse entre la stabilisation et 1931.

Ce mouvement, beaucoup plus important en ce qui concerne la dette extérieure, entraînait évidemment un accroissement correspondant des devises étrangères nécessaires pour en assurer le service.

Voici les emprunts extérieurs ainsi que les obligations assumées en devises étrangères par l'Etat au cours de cette période (1) :

6 % 1928 stabilisation (tranche anglaise	£	4.070.000
6 % 1928 — (tranche américaine)	\$	17.000.000
4 % Gouvernement américain	\$	14.167.000
6 % 1928 productif (premier)	£	4.000.000
6 % 1931 suédois pour la construction des écoles	£	1.000.000
Avances Speyer	\$	7.500.000
Avances de la Banque Nationale de Grèce pour les travaux productifs	£	900.000
6 % 1931 productif (second)	£	4.600.000
Accord Cafandaris-Mollof	Levas	1.029.000.000
Chemin de fer Salonique-Monastir	Frs-or	10.000.000
Obligations résultant du Traité de Lausanne	Liv. Turq.	398.240
Avance Seligman	£	1.543.620

(1) Les emprunts publics contractés avant la stabilisation et

Si l'on ajoute au service de ces emprunts et obligations assumées par l'Etat au cours de cette période, la charge annuelle des dettes de guerre envers l'Angleterre, la France et les Etats-Unis, l'on est frappé de l'importance des versements en devises étrangères que le service de la Dette publique imposait à la Grèce. Et si l'on ajoute encore les paiements croissants afférents à la Dette intérieure, on obtient un total qui n'était pas loin de dépasser les forces contributives du pays.

A juste titre, le professeur Andreadès attribue une telle situation à la part exagérée faite à l'amortissement de la Dette publique et aux transferts extérieurs qui en étaient la conséquence.

Voici le tableau dans lequel M. Andreadès résume l'évolution du service de la dette publique et de l'amortissement (1) (en millions de drachmes stabilisées) :

Exercices	Sommes absorbées par le service de la dette	Proportion sur le total des recettes	Sommes absorbées par amortissement	Proportion sur le service total de la dette
1927-28..	2.933	35,00 %	834	28,44 %
1928-29..	3.110	33,69 %	961	32,74 %
1929-30..	3.532	37,67 %	1.041	29,50 %
1930-31..	3.692	40,66 %	1.198	32,45 %
1931-32..	3.676	39,70 %	1.274	34,70 %

depuis 1922, sont les suivants :

- 1° Emprunt pour les réfugiés 7 % 1924 déjà mentionné £ 9.970.000
 - 2° 8 % 1925 Ulen pour la distribution de l'eau à Athènes \$ 10.000.000
 - 3° Emprunt belge pour les chemins de fer 8 % 1925 \$ 16.097.000
 - 4° Emprunt suédois, 8 1/2 % 1926 £ 1.000.000
- V. STEFANIDES, *op. cit.*, p. 233 et suiv.

(1) V. son article : *La dette extérieure grecque*, dans le *Capital* (édition économique du 20 février 1932).

Ainsi les sommes affectées à l'amortissement entre 1927 et 1932 atteignaient en moyenne 10 % du budget et 30 % du service de la dette globale. Un pareil résultat était dû d'abord au fonctionnement de la loi du contrôle de 1898, ensuite, à l'amortissement rapide qu'avait exigé les prêteurs. Ce fut par exemple le cas de l'emprunt du Gouvernement américain, de doll. 14.000.000, 4 % de 1928. Il était amortissable en 20 ans seulement.

Du tableau ci-dessus il apparaît que le service de la Dette publique absorbait 40 % environ du total des recettes budgétaires de ces différents services. Sur les finances publiques, il pesait ainsi très lourdement.

Le service de la Dette publique n'était pas pour le revenu national une charge moins onéreuse. En moyenne, il prélevait sur ce dernier pendant la période de la stabilisation plus de 8 % alors que dans d'autres pays, le pourcentage était bien inférieur ; en France, il était de 6,7 % — le revenu national étant évalué à 42.621 millions de frs-or —, le service de la Dette publique exigeait 2.885 millions de frs-or en 1928. En Italie, 5,2 % — revenu national 24.480 millions de frs-or —, service de la Dette publique 1.266 millions de frs-or. En Belgique 6,3 % — revenu national 6.998 millions de frs-or —, service de la Dette publique, 448 millions de frs-or (1).

Si l'on compare maintenant la situation de la Grèce à celle des pays balkaniques, dont les conditions éco-

(1) V. ZOLOTAS : *La Grèce et la charge de sa dette publique*, op. cit., p. 48.

nomiques sont assez analogues, les conclusions que l'on en peut tirer sont défavorables à la Grèce.

	<i>En francs-or</i>		%
	Revenu national par tête d'habitant	Service de la dette publique	
Grèce	365	34,70	2,32
Bulgarie	268	7,96	9,25
Roumanie	367	8,50	1,68
Yougoslavie ...	278	4,70	2,98

De ces chiffres il ressort que la Grèce était le pays le plus lourdement grevé par le service de la Dette publique. Dès lors, on comprend aisément l'influence néfaste que la crise monétaire de septembre 1931, superposée à une crise économique déjà aiguë, a pu exercer sur la drachme. Cependant pour apprécier exactement le rapport entre le service de la Dette publique et le revenu national, il faut distinguer la Dette publique intérieure et la Dette extérieure. La raison en est évidente. La partie du revenu national affectée à la Dette intérieure, reste dans le pays. C'est une répartition différente des revenus individuels, un déplacement et non une diminution de la richesse nationale. Au contraire, la fraction du revenu national qui est employé au service de la Dette extérieure, est perdue pour l'économie nationale, puisque ces sommes sont exportées sans contre-partie. La Grèce a versé à l'étranger à titre d'intérêts et d'amortissements pendant la période de la stabilisation : en 1929, 1.725 millions de drs stabilisées, en 1930, 1.798 millions de drs et pour l'année 1931, 1.860 millions. L'accroissement progressif du service de la Dette extérieure est donc manifeste. Aussi la crise économique générale en s'abattant sur la Grèce diminuait-elle beaucoup son revenu national et réduisit-

elle fortement l'importance des postes actifs de la balance des comptes. Survinrent alors la crise monétaire de septembre 1931, la chute de la livre et la fermeture du marché de Londres. Ces faits mirent la Grèce, dans l'impossibilité de se procurer des devises étrangères. En outre, l'aggravation de la crise économique eut comme résultat le déficit dans le budget de l'exercice 1931-32. Partant, elle dut, en dépit de ses efforts, suspendre le service de sa Dette publique intérieure et extérieur.

Avant de terminer ce paragraphe, indiquons brièvement quel fut l'emploi des emprunts ci-dessus énumérés. Voici les chiffres relatifs évalués en millions de drs. ainsi que le pourcentage dans le total :

1° Etablissement des réfugiés	6.022 millions	28,08 %
2° Travaux publics et communications	7.130 »	33,25 %
3° Exécution des traités de paix...		
Aux victimes de guerre	2.997 »	
Indemnités compensatrices d'expropriation	284 »	15,30 %
4° Règlement de la dette du Gouvernement afférent au cours forcé ..	1.254 »	5,85 %
5° Amortissement des déficits budgétaires	3.759 »	17,62 %

De ces chiffres, il apparaît que la plus grande partie de ces emprunts fut employée à l'établissement des réfugiés et à l'exécution des travaux publics. Nous laisserons de côté les dépenses relatives à l'établissement des réfugiés (1) et les versements de l'Etat hellénique

(1) Depuis l'automne de 1922 et jusqu'à l'exercice financier 1931-32, la Grèce a absorbé pour l'établissement de ses réfugiés, soit en emprunts, soit en dépenses inscrites au Budget, la somme vraiment énorme de 317.326.500 dollars ou 24.450.000.000 drs. V. une étude analytique sur l'établissement des réfugiés, dans *La Grèce et la crise mondiale*, édition de la Direction de la presse au Ministère des Affaires Etrangères Athènes 1933, p. 16.

à des ressortissants grecs qui furent effectués en exécution des traités. Nous écartons aussi les indemnités allouées après expropriation des grandes propriétés rurales et le règlement de la dette gouvernementale relative au cours forcé et que nous avons précédemment examiné. Il ne nous reste donc qu'à examiner les sommes qui furent affectées aux grands travaux publics et plus spécialement aux travaux dits productifs, travaux destinés au développement de la force productive du pays.

§ 2. — *Les travaux productifs.*

Bien que la Grèce soit un pays agricole, elle n'est pourtant pas capable de se suffire à elle-même. Comme nous le verrons dans le chapitre suivant, sa balance commerciale est toujours déficitaire, car ses exportations ne compensent que partiellement ses importations. Au surplus, elle vend principalement à l'étranger des produits agricoles qui, du reste, ne sont pas de première nécessité (tabac 60 %, raisin sec, vin, huile, etc...). Au contraire, elle lui achète des marchandises de toute nature parmi lesquelles il faut citer d'abord le blé, puis le bétail, les articles manufacturés, le matériel roulant, etc... En période économique normale, le déficit de la balance commerciale est couvert par les ressources dites « invisibles » provenant de l'étranger et dont les plus importantes sont :

- a) les remises des émigrants (des Etats-Unis et d'ailleurs) ;
- b) les bénéfices de la Marine marchande ;
- c) les revenus des capitaux grecs placés à l'étranger.

Mais il est évident qu'à une époque de crise mondiale, ces ressources marquent un fléchissement accentué et l'on doit même s'estimer heureux si elles ne sont pas complètement taries. On comprend qu'une situa-

tion aussi préjudiciable ait, de tout temps, attiré l'attention des Gouvernements helléniques. Leur politique s'est inspirée d'un double désir : assurer au pays son indépendance agricole et réduire dans la mesure du possible les importations. Un tel but était, pendant ces dix dernières années, au premier plan des préoccupations des pouvoirs publics, surtout depuis l'établissement des réfugiés. Après la stabilisation, on a donc entrepris avec activité l'exécution des grands travaux. Ces derniers ont pour objet l'assèchement des marais, la protection contre les inondations, l'irrigation, l'exploitation des chutes d'eau, la régularisation du cours des rivières, la construction de routes, etc... Ces opérations tendent à rendre, comme il a été dit, de nouvelles terres à la culture, à augmenter, par conséquent, la production des céréales et à réduire ainsi le déficit de la balance commerciale.

Parmi les travaux en cours d'exécution qui constituent la tranche la plus importante du programme d'amélioration de « l'équipement économique », il faut énumérer, d'une part, l'assainissement et la protection des terres contre les inondations en Macédoine, d'autre part, la construction de routes. Des aménagements hydrauliques en Thessalie, en Epire, en Crète et en Béotie, sont également à l'étude. Certes, l'exécution de ces derniers après la fermeture des marchés étrangers, en particulier du marché de Londres, qui les finançaient, devient aujourd'hui problématique sinon impossible.

Quant aux opérations d'assainissement et de protection contre les inondations en Macédoine, elles sont actuellement poursuivies dans les plaines de Salonique, de Serrès et de Drama.

L'exécution de ces travaux fut assumée par deux sociétés, savoir : la société Monks Ulen, de New-York,

pour les plaines de Serrès-Drama, la Fondation Company de New-York pour la plaine de Salonique.

A. — *Plaines de Serrès.* — Surface totale des terres : 108.600 h. Les opérations effectuées ont pour objet : 1° la protection de la vallée contre les inondations du Strymon ; 2° l'assèchement de différents marais et du lac Achinovo ; 3° la régularisation du cours de plusieurs torrents qui s'écoulent dans la plaine ; l'irrigation et l'assainissement de cette dernière.

B. — *Plaines de Drama.* — Surface totale des terres : 36.700 h. On s'efforce d'assécher les marécages des plaines des Philippines. Sur ces $108.600 + 36.700 = 145.300$ h., 50.500 hectares de terres sont à dessécher et 94.700 hectares à défendre contre les inondations.

C. — *Plaines de Salonique.* — Surface totale des terres : 130.300 h. Les travaux dans les plaines de Salonique sont divisés en deux parties :

1° Lacs Amatovo et Artzan. — Etendue des lacs : 4.600 h. On projette de dessécher les lacs et de percer un canal central de drainage qui dirigera leurs eaux vers le lit artificiel du fleuve Axios, en traversant deux barrages qui régulariseront l'écoulement.

2° Travaux de protection du Haut-Axios, du fleuve Aliacmon et d'autres rivières. — Assèchement du lac Yennidjé ; déviation du fleuve Axios. Sur les terrains qui envahissent ces cours d'eau, les travaux ont pour but de protéger les riverains contre les inondations de ces fleuves, et d'assécher le lac Yennidjé et les marais qui le bordent. La déviation du bas-Axios a été étudiée pour empêcher l'ensablement du port de Salonique.

L'exécution de ces deux catégories de travaux rendra à la culture, d'après les calculs des spécialistes, 130.300 hectares de terres, dont 40.000 hectares de terres irriguées et 90.000 hectares de terres asséchées.

Ainsi tous ces travaux augmenteront de 275.00 hect-

tares la superficie actuellement cultivable en Grèce. A cette nouvelle étendue, ajoutons encore au moins 150.000 hectares de terres qui, protégées contre les inondations, deviendront utilisables par les agriculteurs. Le rendement brut des exploitations agricoles ainsi aménagées doit atteindre annuellement, selon les spécialistes, 2.487 millions de drs stabilisées environ. Or, le revenu de ces terres s'élevait approximativement à 290 millions de drs stabilisées avant les travaux. Ces derniers apporteront donc une augmentation du revenu annuel que l'on peut évaluer à 2.197 drs stabilisées.

D'après les calculs de l'ingénieur agronome italien et sénateur M. Prampolini, l'accroissement résultant de ces opérations serait légèrement plus faible. Il représenterait 2.143 millions de drs stabilisées, moins les revenus existant, 290 millions = drs stabilisées 1.852 millions. Cependant, M. Prampolini estime qu'après une dizaine d'années, le revenu brut atteindra 2,376 millions de drs stabilisées (1).

Les dépenses totales des deux sociétés, qui ont assumé l'exécution de ces travaux pour le compte de l'Etat hellénique, ont été évaluées à l'avance à 60 millions de dollars-or ou en drs stabilisées 4.500 millions (2), y compris les bénéfices et les dépenses générales des sociétés adjudicataires.

Cette somme se répartit ainsi :

2° Plaines de Salonique	Dollars-or	19.367.942
1° Plaines de Serrès-Drama	»	40.091.850
3° Pour frais d'entreprises	»	540.208
Dépenses totales des deux entreprises	»	60.000.000

(1) V. le rapport de M. FRAMPOLINI dans le journal *Eleftheron Vima*, 19 mai 1932.

(2) D'après M. PRAMPOLINI, la dépense totale des deux entreprises atteindra 64.000.000 de dollars, tandis que le spécialiste anglais Harold JEFFERY, l'évalue à 75.000.000 de dollars.

L'Etat hellénique, ne pouvant pas financer avec ses propres ressources une telle opération, a dû recourir aux capitaux étrangers. Il les a obtenus par les emprunts ci-dessus énumérés.

Les dépenses effectuées jusqu'en avril 1933 sont les suivantes :

Plaines de Serrès-Drama	Dollars-or	10.766.734
Plaines de Salonique	»	14.210.160
Total	»	24.976.894

Certains travaux sont déjà terminés et leur excellent résultat a dès maintenant dépassé toutes les prévisions les plus optimistes. Ce sont principalement les opérations ayant pour but de prévenir les inondations, qui sont proches de leur fin ; pourtant, avant qu'ils soient achevés, il reste encore à dépenser des sommes assez considérables si l'on compare les décaissements effectués et les crédits prévus par les devis.

La crise monétaire a brusquement troublé l'exécution de ces travaux. Vu l'impossibilité, à l'heure actuelle, de faire appel au capital étranger pour en continuer le financement, force est d'y subvenir sur les maigres ressources du budget national. Nous verrons plus loin que l'Etat, en dépit d'exercices budgétaires déficitaires, a reconnu qu'il importait sinon de terminer, du moins de poursuivre ces travaux. Il y affecte les sommes strictement indispensables.

Malgré toutes les critiques qui se sont élevées contre eux, il faut cependant avouer que leur exécution et leur achèvement fut et demeure une nécessité absolue pour l'économie hellénique.

CHAPITRE III

L'EQUILIBRE ECONOMIQUE DE LA GRECE ET LES CAUSES DE LA DIMINUTION DE L'ENCAISSE DE LA BANQUE DE GRECE

Nous avons eu l'occasion de constater précédemment la diminution progressive de l'encaisse de la Banque de Grèce. Après avoir atteint son maximum, soit 4.240 millions de drs stabilisées — à la fin de 1928 —, elle s'effondra à la veille de la chute de la livre sterling à 2.341 millions de drs. Nous nous proposons ici de rechercher les causes de cette diminution pour savoir quelle était la situation monétaire de la Grèce à la veille de la déclaration de la crise monétaire de septembre 1931.

Certes, tant qu'une monnaie demeure stabilisée, la Banque d'émission doit fournir les devises réclamées par le marché, quand les courbes des demandes dépassent les courbes des offres. Si, à un moment donné, les quantités de devises réclamées pour les besoins du marché, quelles qu'en soient les causes, quantitatives ou qualitatives, deviennent supérieures aux quantités de devises offertes, le cours du change tendra à s'élever jusqu'aux gold-point de sortie.

Le rôle de la Banque d'émission consiste alors à céder le change supplémentaire. Elle puise dans son encaisse tant que l'équilibre n'est pas rétabli par la hausse du taux d'escompte ou par celle des prix intérieurs. Il ne s'agit donc ici que d'un déséquilibre temporaire. Il doit

disparaître tôt ou tard. Par conséquent aucun danger ne menace la stabilisation de la monnaie. Mais, si ce déséquilibre entre les courbes des offres et des demandes de la monnaie nationale persiste, en dépit des mesures techniques de la Banque d'émission, et que cette dernière soit obligée de recourir à ses réserves pour combler le déficit que laisse l'excédent des demandes, il est certain que l'appauvrissement de l'encaisse de la Banque d'émission amènera fatalement le Gouvernement à relever la Banque d'émission de son obligation de rembourser ses billets en or ou en devises étrangères.

Nous envisagerons ici la balance des offres et des demandes de drachmes entre 1929 et 1931 et les causes qui en ont déterminé les mouvements. Nous laisserons de côté l'année 1928 — première année de la stabilisation légale de la drachme — parce que, on se le rappelle, pendant cette année les réserves de la Banque de Grèce se sont relativement accrues. Cette augmentation n'était pas due évidemment à un réel excédent de la balance des comptes hellénique. Son étude pendant les années suivantes, nous le démontre. Cette situation favorable était la conséquence de l'afflux des capitaux étrangers ou nationaux qui étaient entrés en Grèce au cours des premiers mois postérieurs à la stabilisation légale de la drachme. Quoiqu'il en soit, il convient de se souvenir que l'encaisse de la Banque s'est accrue pendant cette année. Par contre, au cours des trois années suivantes : 1929, 1930 et 1931, ses réserves ont fort diminué. Ce fait démontre que la balance des comptes demeura passive et que le mouvement des capitaux, c'est-à-dire les crédits extérieurs, n'ont pas suffi à en couvrir le déficit. Aussi, la Banque dut-elle fournir des devises supplémentaires pour compenser et équilibrer la balance des règlements pendant cette période.

Les causes qui agissent sur les offres et les demandes

d'une monnaie — de la drachme en l'occurrence — peuvent être réparties en trois groupes :

- 1° La balance commerciale ;
- 2° La balance des comptes ;
- 3° Les mouvements des capitaux.

§ 1. — *La balance commerciale grecque
depuis la stabilisation jusqu'à la crise monétaire.*

La balance du commerce, ou différence entre les recettes et les paiements qui proviennent des mouvements des marchandises entre un pays donné et l'étranger, constitue l'un des principaux facteurs d'offre et de demande de la devise nationale.

La balance commerciale grecque fut, de tout temps, et est encore défavorable. Le pays est en effet obligé d'importer de grandes quantités de produits alimentaires et industriels. De plus, ses exportations se composent surtout de produits agricoles qui ne sont pas des denrées de première nécessité, mais des produits de luxe (1), tels que le tabac, le raisin de Corinthe, le vin, les olives, etc... L'exportation et la consommation à l'étranger de ces denrées subissent très facilement le contre-coup des crises économiques. Si les importations en Grèce peuvent difficilement s'abaisser, au-delà d'une certaine limite, puisqu'elles constituent en grande partie la nourriture du pays, par contre, les exportations ont la faculté de diminuer en période de crise beaucoup plus que les importations. On le constate aisément en

(1) La Grèce est très favorisée par la nature pour la culture de certains produits qui tiennent dans la consommation mondiale une place privilégiée. Pourtant cette spécialisation de la Grèce dans la culture des produits agricoles de luxe, présente pour toute l'économie du pays des avantages en même temps que des inconvénients. V. C. LÉONTIDÈS : *La protection des produits agricoles en Grèce*. Thèse Paris 1933, p. 23. V. également l'étude de MM. CATSOULIS et CHRISTIDÈS : *Commerce extérieur et production nationale en Grèce*, Athènes 1933.

comparant le mouvement des unes et des autres de 1929 à 1931 : tandis que les importations ont diminué en valeur de 33 % environ, les exportations ont accusé une diminution de 40 %. Evidemment leur diminution corrélatrice réduit par voie de conséquence le déficit global de la balance commerciale. Or, celui-ci étant un des éléments essentiels de la balance des comptes, la situation de cette dernière en est améliorée d'autant.

Cependant, il l'a été moins qu'on eut pu l'espérer, car les deux postes de la balance commerciale n'ont pas évolué comme nous le remarquons, au même rythme. Eu égard à la crise économique, la diminution des exportations fut plus rapide et plus importante que celle des importations.

Après ces quelques indications, considérons maintenant l'évolution de la balance commerciale grecque entre 1928 et 1931. Notons que l'évaluation exacte de la balance commerciale est très difficile, car une partie plus ou moins importante des importations est effectuée — d'ailleurs dans tous les pays — par l'intermédiaire de la contrebande (1). Par conséquent, elle échappe à tout calcul statistique.

En outre, dans la balance commerciale, le matériel de guerre que le Gouvernement importe n'est pas inclus (2). Il devient évident que le déficit donné par la différence des exportations et des importations dépasse les chiffres officiels. L'exode des devises étrangères est donc supérieur aux évaluations habituelles.

Voici la balance commerciale grecque depuis 1928, jusqu'à 1931, évaluée en drs stabilisées :

(1) On évalue l'importation par la contrebande à 30 %.

(2) Nous avons compté cependant la valeur de ce matériel dans la rubrique de la balance des comptes concernant les dépenses gouvernementales.

	Importations	Exportations	Déficit
1928	12.409	6.282	6.127
1929	13.275	6.985	6.290
1930	10.550	5.985	4.539
1931	8.825	4.202	4.623

Si l'on calcule la part des exportations sur les importations, les pourcentages révèlent que les exportations représentent 49 % en 1928, 52 % en 1929, 55 % en 1930 et seulement 47 % des importations pour l'année 1931.

Ainsi que le montre ce tableau, les exportations grecques n'ont atteint pendant cette période que la moitié en valeur des importations. Le déficit global de ces quatre années est évalué à 21.579 millions de drs stabilisées. On peut alors se rendre compte du développement des offres de drachmes ou ce qui revient au même, de l'extension des demandes de devises étrangères.

Une telle situation aurait complètement ruiné la stabilité de la drachme si la balance des comptes hellénique, comme nous le constaterons dans le paragraphe suivant, ne présentait d'autres postes actifs qui donnaient naissance à des offres de devises étrangères.

Voici maintenant le tableau concernant les importations et les exportations en Grèce pendant cette période, indiquant leur importance en poids :

	Importations	Exportations
1928	2.351.318 tonnes	665.369 tonnes
1929	2.775.000 »	748.000 »
1930	2.568.600 »	766.200 »
1931	2.540.500 »	588.700 »

Enfin, après avoir examiné le commerce dans son ensemble, il faut considérer séparément les éléments constitutifs des exportations et des importations hellé-

niqués par catégorie de produits ; c'est ce qu'indique le tableau ci-dessous :

Catégories de produits	VALEUR EN MILLIERS DE DRACHMES STABIL.			
	1928	1929	1930	1931
IMPORTATIONS				
Animaux vivants	501.475	517.907	302.043	108.447
Articles d'alimentation	4.518.859	4.829.689	3.506.116	2.597.969
Matières brutes ou mi-ouvr.	2.651.836	2.954.486	2.180.100	2.032.598
Produits industriels	1.736.952	4.973.612	3.446.587	3.786.150
Or et argent	—	287	399	453
Totaux.....	12.109.122	13.275.531	10.525.215	8.825.657
EXPORTATIONS				
Animaux vivants	808	3.065	1.362	178
Articles d'alimentation (1).	2.097.329	2.371.012	1.736.738	1.484.567
Matières brutes ou mi-ouvrées (2)	3.796.613	4.469.638	3.862.324	2.580.199
Produits industriels (3)...	131.466	141.435	166.061	99.545
Or et argent	255.859	46	219.201	37.970
Totaux.....	6.282.075	6.985.196	5.985.686	1.202.429

Statistique générale de la Grèce.

De la comparaison de ces tableaux, on peut tirer les constatations suivantes :

I. — Exportations.

D'abord, la Grèce est un pays agricole dont les principaux produits d'exportation sont : le tabac, le raisin de Corinthe, l'huile d'olive, le vin et le raisin de table. L'importance respective de ces diverses cultures a varié dans l'économie hellénique. Tandis que, avant l'installation des réfugiés, le raisin sec de Corinthe constituait le principal article d'exportation, pendant ces dernières années, le tabac lui a été substitué. Les exportations grecques, pendant les années qui suivirent la stabilisa-

(1) Cette catégorie concerne principalement les raisins secs de Corinthe.

(2) Aussi cette catégorie concerne le tabac exporté en feuilles.

(3) Au point de vue industriel, l'industrie indigène sert plutôt aux besoins de la consommation intérieure. Pourtant certains articles fabriqués sont exportés dans les pays voisins. Particulièrement après l'arrivée des réfugiés l'industrie des tapis a connu un développement assez important. Elle fut pourtant atteinte récemment d'une manière très sérieuse par la crise. V. *Annuaire économique de la Grèce*, année 1929, p. 135 et année 1931, p. 165.

tion de 1928, ont témoigné d'une certaine tendance à l'augmentation tant en valeur qu'en poids. La prospérité générale l'explique. Par contre, pendant les deux années 1930 et 1931, les exportations visibles grecques s'abaissent. Cette diminution a pour cause principale la crise économique mondiale qui se manifesta dès la fin de 1929. La chute du niveau général des prix à l'étranger a atteint également ceux des produits grecs d'exportation. Ainsi décrut le total en valeur des exportations grecques pendant l'année 1930, en dépit de leur légère augmentation en poids pendant cette même année. L'aggravation de la crise économique durant l'année 1931 provoqua le renforcement des barrières douanières aux marchés étrangers. Elle entraîna aussi une diminution du pouvoir d'achat de l'Allemagne, principal importateur des tabacs grecs. De toutes ces circonstances, résulta la réduction des exportations helléniques pendant cette année, et en valeur et en poids. Ainsi, ces dernières qui s'élevaient en 1929 à 6.282 millions de drs stabilisées, tombèrent en 1931 à 4.202 millions seulement, soit une diminution d'environ 2 milliards de drs stabilisées.

On ne saurait non plus négliger de mentionner deux facteurs qui eurent aussi leur influence sur la baisse des exportations grecques. En premier lieu, le prix de certains produits grecs et plus précisément du tabac et des raisins secs de Corinthe était plus élevé que ceux des produits analogues exportés par d'autres pays. Certes, la qualité des produits helléniques est supérieure, mais contre eux, leurs concurrents ont pu mener, grâce à leurs bas prix, une lutte rigoureuse sur les places étrangères et les en évincer partiellement. En second lieu, la contexture même du commerce grec a eu des conséquences importantes sur l'équilibre de la balance commerciale. Certains pays, gros exportateurs en Grèce

ne pouvaient pas importer ses produits, en raison de leur caractère de luxe, car ils n'en avaient pas besoin. La Grèce, obligée d'acheter à ces pays de grandes quantités de denrées alimentaires, avait avec eux, de ce fait, une balance extrêmement défavorable.

Voici, à titre d'indication, le commerce extérieur de la Grèce pour l'année 1931 avec certains pays, choisis parmi ceux qui présentent le plus grand déséquilibre, en millions de drs stabilisées :

Pays	(Importation grecque)	(Exportation grecque)
Turquie	481	13
Roumanie	473	51
Yougoslavie	424	31
Canada	377	3

On voit l'importante disproportion entre la vente des produits de ces pays en Grèce et l'absence presque complète d'exportation des produits helléniques dans ces Etats. Ce fut la raison principale (outre celle afférente à la pénurie des devises étrangères à l'importation), du changement de politique commerciale grecque, après la crise monétaire de septembre 1931. Elle explique l'institution de « clearings » avec la plupart des pays étrangers, en vue de corriger autant que possible dans le régime de ses échanges, cette grande anomalie.

II. — *Importations.*

Les importations ainsi qu'il ressort des tableaux ci-dessus ont présenté durant les deux premières années postérieures à la stabilisation légale de la drachme, une sensible augmentation. Elles ont reculé ensuite sous l'influence de la crise et de la baisse des prix étrangers, en 1930 et 1931. Leur diminution, pendant ces deux dernières années, ne résulta pas de la réduction en

poids, mais bien de la baisse des prix des produits importés (2.568.600 tonnes importées en 1930, 2.540.500 tonnes en 1931). Ce fait mérite d'être remarqué car, malgré le drainage des devises étrangères qui s'est manifesté à partir de 1929 à la Banque de Grèce, aucune mesure ne fut prise pour restreindre les importations et arrêter ainsi l'exode des devises étrangères.

Au maintien des importations à un niveau relativement élevé, ont également contribué les nombreux emprunts publics et privés qui furent contractés durant cette période à l'étranger et l'abondance des devises que ces emprunts ont mis à la disposition de l'économie nationale. Ils ont ainsi accru en apparence, le pouvoir d'achat de la Grèce à l'étranger.

Les pays qui tiennent par ordre d'importance le premier rang en ce qui concerne l'importation de leurs produits en Grèce, sont : l'Amérique, la Grande-Bretagne, l'Allemagne, la France et la Roumanie. Depuis la grande guerre, après le changement du régime survenu en Russie, la Grèce s'adresse presque exclusivement aux Etats-Unis d'Amérique pour le blé nécessaire à sa consommation. Les Etats-Unis occupent donc, depuis lors, la toute première place dans le commerce d'importation de la Grèce. Ils dépassent sensiblement la Grande-Bretagne qui les suit au deuxième rang. Cette puissance fournit à la Grèce, outre de nombreux produits manufacturés, la houille, indispensable à sa marine marchande et à son industrie. Ces deux pays, dont les importations représentent environ 25 % de la valeur globale des produits importés, sont serrés d'assez près par l'Allemagne. Depuis la fin de la grande guerre et grâce aux prix avantageux de ses marchandises, cet Etat développe constamment son commerce avec la Grèce. Viennent ensuite, la France qui vend surtout des articles de luxe, puis la Roumanie dont les importations

en Grèce consistent principalement en pétrole, benzine et bois de construction.

Les produits qui tiennent la première place dans les importations en Grèce sont, d'une part, les produits industriels, et d'autre part, les articles d'alimentation. La Grèce, après sa restauration financière et monétaire de 1928, entreprit de développer autant que possible son outillage économique, afin de subvenir à sa consommation intérieure. Pourtant, en dépit de son extension, l'industrie hellénique ne put supprimer le déficit de sa production. D'où l'appel à l'étranger. Ainsi, d'une part : importation de machines imposées par l'équipement industriel, d'autre part, importation de produits manufacturés puisque les usines helléniques n'étaient pas encore en mesure de les fabriquer. Tels sont les deux principaux faits qui ont entraîné pendant cette période d'importants achats à l'étranger de marchandises ouvrées.

Mais la dépendance de la Grèce à l'égard des autres nations se manifeste aussi en ce qui concerne sa subsistance. L'importation des denrées alimentaires est une nécessité vitale, car le sol est peu favorable à la culture des céréales. Parmi ces dernières, le blé tient la première place. Il a toujours constitué et constitue encore le principal article alimentaire figurant aux importations. Les quantités frumentaires entrées en Grèce s'élèvent à 476.013 tonnes en 1928, à 598.000 tonnes en 1929, à 574.670 tonnes en 1930, enfin à 662.886 tonnes en 1931, valant respectivement 2.715 millions, 3.075 millions, 2.149 millions et enfin 1.425 millions de drs stabilisées. On constate qu'en 1931, l'importation du blé en poids est supérieure à celle de l'année précédente. Ce phénomène s'explique par la mauvaise récolte qui eut lieu alors en Grèce. De ce chiffre, il ressort que, malgré

leur accroissement quantitatif, les importations frumentaires ont beaucoup diminué en valeur d'année en année.

La baisse brutale des cours des céréales en est la cause. Sur ce point, on peut remarquer que la Grèce a tiré profit de la crise économique mondiale. C'est pourquoi certains économistes, se fondant sur l'énorme déficit de la balance commerciale, ont prétendu qu'en définitive, la Grèce a relativement profité de la crise économique. Pourtant, si l'on tient compte des remarques précédentes faites au début de ce paragraphe, savoir que par la crise économique, les exportations grecques ont diminué plus fortement en valeur qu'en poids par rapport aux importations, il appert que cette opinion n'est guère justifiée.

Les divers Gouvernements qui se succédèrent au pouvoir ont pris jadis des mesures variées pour améliorer la culture des céréales et dispenser la Grèce de l'obligation d'exporter une grande quantité de devises pour solder ses importations. Parmi ces mesures, nous avons déjà mentionné précédemment l'exécution des grands travaux productifs destinés à assécher et à irriguer les plaines macédoniennes. Les autres mesures sont : 1° l'organisation de l'enseignement agricole ; 2° l'emploi de nouvelles méthodes techniques rurales ; 3° la création de la Banque agricole de Grèce (1). Toutes ces mesures ont donné des résultats appréciables. Cependant la balance commerciale du pays se présente toujours défavorable.

Telle fut, ainsi résumée, la situation de la balance commerciale hellénique jusqu'à la crise monétaire. Ce qui nous intéresse particulièrement, et sur quoi il faut insister, c'est sur son important déficit qui alourdissait gravement la balance des comptes.

(1) V. C. LÉONIDÈS, *op. cit.*, p. 109.

§ 2. — *La balance des comptes dans la même période.*

Avant d'examiner la balance des comptes grecque au cours de cette période, il convient de définir ce que nous entendons par balance des comptes d'un pays.

Sous ce terme, nous classons l'ensemble des créances et des dettes nées des échanges de marchandises et de services dans une période déterminée — une année —, ainsi que celles résultant d'opérations antérieurement effectuées, mais donnant lieu normalement à règlement — en intérêts ou en capital — dans ladite période (1). De cette définition, deux remarques se dégagent.

La première est que la balance commerciale n'est qu'un élément — mais un élément très important — de la balance des comptes. La deuxième est qu'il faut en exclure les mouvements des capitaux, c'est-à-dire les placements nouveaux des capitaux effectués durant l'année, soit par les étrangers dans le pays, soit par les nationaux à l'étranger. Les mouvements des capitaux, effectués dans un sens ou dans un autre, aident à obtenir dans la balance des règlements, l'équilibre qui manque à la balance des comptes, car la balance des règlements doit être toujours en équilibre, toute transaction avec l'étranger devant en définitive être réglée (2). Si, dans un pays — c'est justement le cas de la Grèce — la compensation des éléments autres que les placements nouveaux des capitaux, se solde par exemple par un déficit, le passif doit néanmoins être acquitté. Il ne l'est que par des prêts consentis par l'étranger, par des placements effectués dans le pays à balance déficitaire. L'intervention des mouvements des capitaux rétablit nécessairement l'équilibre de la balance des comptes.

(1) A. AFTALION, *Monnaie, prix et change*, p. 257.

(2) A. AFTALION; *Monnaie, prix et change*, p. 257

Ayant ainsi défini, *in abstracto*, la balance des comptes d'un pays, examinons maintenant celle de la Grèce pendant les années 1929 à 1931, en tenant compte de ses postes actif et passif. Notons que si le calcul exact de la balance commerciale est chose difficile, le calcul précis de la balance des comptes qui comprend des éléments par définition « invisibles », est chose encore plus malaisée, sinon presque impossible. Malheureusement, en Grèce, à part les travaux fort méritoires et fort savants de différents auteurs à ce sujet, il n'existe pas d'évaluation officielle de la balance des comptes grecque. Nous tâcherons d'établir la balance des comptes grecque en nous appuyant en particulier sur le tableau donné par M. Tsouderos, Gouverneur de la Banque de Grèce pour les années 1929, 1930 et 1931 (1).

Les principales ressources invisibles constituant l'actif de la balance des comptes, sont les suivantes : bénéfices de la marine marchande, remises des émigrants grecs, revenus des capitaux placés à l'étranger, tourisme, enfin réparations.

Par contre, les éléments qui constituent son passif sont : service de la Dette publique extérieure, dépenses gouvernementales, dépenses des Grecs à l'étranger, primes d'assurances payées à des sociétés étrangères, enfin

(1) V. son rapport pour l'exercice bancaire de l'année 1931, présenté à l'Assemblée Générale du 24 avril 1932.

Parmi les auteurs qui ont traité la question de la balance des comptes grecque, il convient de citer : M. le Professeur ANDREADÈS, *Les effets économiques de la guerre en Grèce*, Paris 1929 ; M. STEFANIDÈS, *L'afflux des capitaux*, etc., *op. cit.*, Salonique 1930 ; M. le Professeur ZOLOTAS, *La stabilisation légale*, *op. cit.*, *La Grèce et la charge de sa dette publique*, *op. cit.* ; M. CAPSALIS, *La balance des comptes de la Grèce*, Lausanne 1928 ; DERTILIS, *La reconstruction financière de la Grèce et la S.D.N.*, *op. cit.* De même *La balance des comptes de la Grèce pour l'année 1928*, Athènes 1933. REDIADÈS, *La balance des comptes grecque*, art. dans la revue *Ploutos* du 23 mars 1930. V. également *Annuaire économique de la Grèce* pour les années 1929, p. 25, 1930, p. 56 et suiv. et 1933, p. 430.

intérêts et dividendes des capitaux étrangers placés en Grèce.

A. — ACTIF

1° *Le revenu de la marine marchande.* — La marine marchande hellénique fut de tout temps une source de profits fort appréciable pour l'économie nationale. Les Grecs étant par nature navigateurs ont donné à la Marine hellénique un très important essor et, bien que la Grèce soit un petit pays, sa flotte tient, parmi celles des nations maritimes, une place fort honorable. Sans vouloir retracer ici l'histoire de la navigation commerciale en Grèce (1), considérons son évolution pendant ces trois années afin de calculer, au cours de cette période, quel fut l'apport en devises étrangères que cette activité a fourni à la balance des comptes grecque. Le tableau ci-après en donne un résumé.

Années 31 décembre	Vapeurs		Voiliers		Total	
	Nombre d'unités	Tonnage	Nombre d'unités	Tonnage	Nombre d'unités	Tonnage
1929	547	1.350.157	718	57.925	1265	1.408.082
1930	559	1.413.020	708	55.993	1267	1.469.013
1931	575	1.487.693	698	55.753	1273	1.543.013

Revue mensuelle de la Marine Grecque
fascicule 82, mars 1922.

Ainsi qu'il apparaît, le nombre et le tonnage des navires helléniques ont progressivement augmenté, depuis 1929 jusqu'à 1931. La Grèce est au dixième rang des puissances navales, elle suit immédiatement la Hollande et la Suède, elle dépasse l'Espagne, le Danemark et la Belgique. La plus grande partie de la flotte hellénique est constituée par des cargos qui effectuent des

(1) V. THANOS, KAPSALIS : *La balance des comptes de la Grèce*, p. 112 à 137.

transports internationaux, surtout vers les ports de Russie et d'Amérique du Sud. Ce qui nous intéresse ici particulièrement, c'est le revenu net de la marine grecque et la quantité en devises étrangères qu'il procure à la Grèce. Pour le calculer, il est évident qu'il faut déduire des recettes brutes les différents frais généraux ou spéciaux qui le grèvent. Ces frais sont les suivants :

1° Les frais d'embarquement et de débarquement, ainsi que les taxes des ports ; 2° les dépenses de combustibles ; 3° les commissions ; 4° la nourriture des équipages ; 5° les réparations de navires et les frais divers ; 6° les intérêts affectés aux emprunts hypothécaires garantis par les bateaux, enfin 7° les amortissements.

C'est seulement après avoir déduit ces différentes sommes que l'on peut calculer avec une relative précision le solde en devises étrangères que la marine marchande hellénique apporte à l'économie nationale grecque ; ce qui constitue ainsi un poste actif de sa balance des comptes (1).

Voici d'après ces évaluations les bénéfices de la marine marchande hellénique en 1929, 1930 et 1931. Ils sont calculés en francs-or (2) :

1929	1930	1931
—	—	—
23.875.000	21.800.000	30.125.000

L'accroissement du revenu de la Marine marchande qui se manifeste en 1931, malgré l'aggravation de la crise mondiale, résulte de deux faits : d'abord certains

(1) V. pour les détails l'article de M. SKARPETIS, directeur de la Marine marchande, dans la *Revue mensuelle de la Marine marchande* de mars 1932.

(2) Le franc-or dans toutes les évaluations auxquelles nous faisons ici allusion représente 15 drs stabilisées.

armateurs grecs, après la suspension de l'étalon-or par la Grande-Bretagne, redoutant que leurs dépôts ne disparaissent par la dépréciation de la livre anglaise, se hâtèrent de les investir en achetant des navires (1). Ainsi s'explique le développement ci-dessus indiqué et en nombre et en tonnage de la flotte hellénique pendant cette année. L'accroissement de la marine grecque a déterminé aussi celui de ses profits. Ensuite, les armateurs grecs étant pour la plupart d'anciens marins, naviguent eux-mêmes sur leurs navires ou les confient à des capitaines qui sont leurs parents ou leurs associés. De plus, ces capitaines, insulaires en plus grande partie, recrutent leur équipage, autant que possible, parmi les habitants de leur île d'origine; les connaissant personnellement, l'entreprise de l'armement devient ainsi en Grèce quasi-familiale et plus économique qu'ailleurs. Elle a donc l'avantage de traverser une phase de dépression économique (2).

2° *Les remises des émigrants grecs de l'étranger à la mère-patrie.* — Les remises des émigrants grecs constituaient, jusqu'à la crise monétaire, l'élément actif le plus important de la balance des comptes hellénique. Installés principalement en Amérique, ils envoient soit leur épargne pour l'investir en Grèce, soit des sommes importantes à leurs familles. S'il existe en Amérique des colonies d'émigrants très florissantes, les principales villes du monde et en particulier les cités d'Égypte en possèdent aussi de nombreuses qui ne sont pas moins riches. Elles constituent une source extrêmement appré-

(1) V. l'article de M. ANDREADÈS, *La marine marchande grecque en 1931*, dans *Le Capital*, édition économique, du 5 février 1932.

(2) V. ANDREADÈS, même article.

ciable de prospérité pour l'économie nationale. Malheureusement, la crise économique mondiale, qui s'est transformée ensuite en crise monétaire, a profondément atteint la fortune des Grecs à l'étranger. Aussi, à la suite de la méfiance envers la drachme, les remises des émigrants grecs se firent plus rares de sorte que ce poste de la balance des comptes, fort important jusqu'à 1931, ne représente plus maintenant que des sommes relativement faibles.

Voici les sommes envoyées par les émigrants grecs dans leur pays durant la période de la stabilisation, évaluées en francs-or :

1929	1930	1931
—	—	—
195.375.000	208.975.000	177.100.000

Il apparaît de ces chiffres que, malgré l'aggravation de la crise, les sommes envoyées en Grèce, demeurèrent jusqu'en 1931 assez élevées. Ces remises constituaient un appoint des plus précieux pour couvrir le déficit de la balance des comptes et notamment celui qui résultait de la balance commerciale et du service de la Dette publique extérieure.

3° *Les revenus des capitaux grecs placés à l'étranger.*
— Sous cette rubrique, figurent les intérêts et les revenus perçus par les Grecs résidant en Grèce, pour leurs capitaux placés à l'étranger. Les données statistiques précises font ici complètement défaut. Par conséquent les évaluations ne peuvent être qu'approximatives.

Les sources de ces intérêts ou revenus sont fort diverses. Ce sont d'une part, les intérêts que la Banque de Grèce reçoit en contre-partie du placement de certaines de ses disponibilités dans les banques étrangères ; d'autre part, y figurent également les intérêts que procurent

les investissements des disponibilités du marché monétaire à l'étranger.

Sous cette rubrique, figurent aussi les intérêts des capitaux grecs placés à l'étranger et certaines autres ressources invisibles. Pour les calculer, les données statistiques précises sont également déficientes. En ce qui a trait principalement aux capitaux grecs placés à l'étranger, M. le Professeur Andreadès, dans un article paru le 4 février 1930, dans le journal *Estia*, se fondant sur des renseignements personnels, évaluait les capitaux appartenant aux Grecs placés à Londres, à 200 millions de livres-sterling. De même, il estimait que les capitaux grecs investis sur d'autres places étrangères représentaient aussi 200 millions de livres-sterling. On voit donc, et il convient sur ce point d'ouvrir une parenthèse, combien étaient importants les placements grecs à l'étranger pendant la période de stabilisation (1). Si une partie de ces capitaux, au lieu de rester à l'extérieur en avait été rapatriée, peut-être la position de la drachme aurait-elle été beaucoup plus solide qu'elle ne l'était lors de la chute de la livre-sterling. Aussi faut-il admettre, nous y avons du reste fait allusion précédemment, que les capitalistes grecs, même pendant la période de la stabilisation, manifestèrent toujours une certaine méfiance à l'égard de la drachme. Malheureusement, la confiance en la tenue de la monnaie, condition *sine qua non* de succès pour toute politique monétaire, semble avoir fait défaut dès le début de la stabilisation hellénique.

D'après les estimations de la Banque de Grèce (2), ces

(1) Ces capitaux sont beaucoup diminués aujourd'hui à cause des méfaits de la crise.

(2) V. rapport de M. TSOUDEROS pour 1931, *op. cit.*, p. xxiv.

revenus et intérêts atteignirent pendant les années ci-dessous les sommes suivantes en francs-or :

	1929	1930	1931
1° Intérêts de la Banque de Grèce provenant de ces disponibilités	—	—	—
2° Intérêts des disponibilités placées à l'étranger du marché grec ..	10.575.000	5.750.000	3.425.000
3° Intérêts des capitaux grecs placés à l'étranger, autres sources indivisibles	5.300.000	1.575.000	—
	117.050.000	99.375.000	38.075.000
Total	132.925.000	102.200.000	41.500.000

Ainsi qu'on le voit, la diminution de ce poste actif est particulièrement importante en 1931.

L'explication que l'on peut en donner, c'est que les capitalistes grecs, après la déclaration de la crise monétaire, se sont abstenus de faire rentrer en Grèce les sommes touchées par eux à l'étranger.

4° *Tourisme*. — Les dépenses des voyageurs étrangers dans un pays jouent, on le sait, un rôle important dans sa balance des comptes, au titre « d'exportations invisibles ». En Grèce, d'une part, elles équilibrent les sommes laissées à l'étranger par les Grecs qui s'y rendent chaque année en grand nombre et d'autre part elles compensent partiellement si ce poste est actif, les autres éléments passifs de la balance des comptes.

La Grèce est un pays touristique par excellence en raison de ses nombreux souvenirs historiques et de son glorieux passé. Malheureusement jusqu'à ces derniers temps, le tourisme n'y était pas aussi prospère qu'il aurait dû l'être. La création en 1929 de l'Office hellénique du tourisme et le développement de la propagande tou-

ristique à l'étranger auraient donné d'excellents résultats. Malheureusement, la crise mondiale a beaucoup entravé cette initiative.

Les personnes qui ont visité la Grèce sont au nombre de 110.157 en 1929, 116.246 en 1930 et 104.328 en 1931 (1). D'autre part, les sommes dépensées par ces voyageurs, d'après les évaluations statistiques du mouvement touristique, s'élèvent pour ces mêmes années à 35.000.000, 25.000.000 et 24.956.000 de frs-or. Evidemment, il faut en déduire les dépenses correspondantes des Grecs qui se rendent à l'étranger. Nous en examinerons l'importance dans la partie relative au poste passif de la balance des comptes.

5° *Réparations.* — Parmi les éléments créditeurs de la balance des comptes, il faut mentionner enfin les sommes perçues par la Grèce au titre de réparations. Elles se sont élevées à 3.825.000 de frs-or pour l'année 1929, à 47.000.000 pour l'année 1930 et à 14.430.000 pour l'année 1931.

Telle est, en limitant ce tableau à ses éléments essentiels, la situation de l'actif de la balance des comptes grecque, pendant la période que nous étudions ici, c'est-à-dire jusqu'à la fin de 1931.

Il est nécessaire maintenant d'en examiner le passif, afin de connaître son déficit au cours de ces trois années.

B. — PASSIF

1° *Le service de la Dette publique extérieure et les autres dépenses gouvernementales.* — Nous avons suffisamment étudié ci-dessus le service de la Dette

(1) Il faut déduire de ce total un certain nombre de personnes qui quoique figurant dans la liste des personnes venant de l'étranger ne doivent pas être considérées comme touristes. V. *Annuaire économique de la Grèce, tourisme*. 1929, p. 248, 1931, p. 312.

publique hellénique. Nous avons exposé combien il était lourd, combien même il était disproportionné, tant par rapport aux ressources budgétaires qu'en ce qui concerne le revenu national. Ce qui nous intéresse ici au point de vue de la balance des comptes, c'est le service de la Dette extérieure et les sommes en devises étrangères que le pays a, de ce chef, été obligé de transférer à l'étranger. Celles-ci se sont élevées à 115.000.000 de frs-or pour l'année 1929, à 119.400.000 pour l'année 1930 et à 124.000.000 pour l'année 1931. Ces chiffres laissent paraître d'une part, la charge croissante des prestations afférentes à la Dette extérieure, et d'autre part, leur importance dans le passif de la balance des comptes.

Quant aux autres dépenses gouvernementales, d'après les évaluations de M. Tsouderos, les sommes y affectées ont atteint respectivement pour ces trois années 78.000.000 de frs-or, 102.225.000 et 28.600.000. Les dépenses extraordinaires de l'Etat comprennent la valeur du matériel de guerre, les frais de missions à l'étranger, les dépenses du personnel diplomatique, etc... Comme on le voit, si ces dépenses sont tombées au strict minimum en 1931, — elles ont même accusé un recul encore plus important après 1931 — par contre, le service de la Dette extérieure est demeuré stable, sinon en légère augmentation. C'est seulement faute de devises étrangères nécessaires au transfert que la Grèce, ainsi que nous l'apprendra la seconde partie de cette étude, en dépit de ses efforts, fut obligée de proclamer le moratoire partiel de ses engagements.

2° *Dépenses des Grecs à l'étranger.* — Sous cette rubrique figurent les sommes dépensées par les Grecs à l'étranger, à savoir, frais de voyages, frais

d'études, dépenses touristiques, frais d'hospitalisation et de maladie, etc... D'après le tableau dressé par M. Tsouderos, ces dépenses se sont élevées à 24.100.000 de frs-or pour 1929, à 25.825.000 pour 1930 et à 24.525.000 pour 1931. Ces sommes semblent être fort inférieures à la réalité (1), mais faute de données officielles, nous nous bornons à des éléments approximatifs.

3° *Primes d'assurances payées à des sociétés étrangères.* — Ces sommes d'ailleurs faibles représentent 4.400.000 de frs-or pour 1929, 4.580.000 pour 1930 et 5.950.000 pour l'année 1921.

4° *Intérêts et dividendes des capitaux étrangers placés en Grèce.* — L'évaluation exacte de ce poste est chose très difficile. Vu l'absence de renseignements statistiques précis sur ce sujet, les chiffres que nous donnons ne peuvent être qu'approximatifs. Ils concernent, comme le titre l'indique, les intérêts et dividendes des capitaux étrangers investis dans les différentes entreprises industrielles ou commerciales et les prêts alloués aux particuliers et aux organismes privés ou publics. C'est en grande abondance que les emprunts étrangers finançaient avant la crise monétaire l'économie hellénique. D'après les calculs de M. Tsouderos, les intérêts ainsi versés représentent : 12.500.000 de frs or pour 1929, 16.250.000 pour 1930 et 18.950.000 pour l'année 1931 (2). Cette augmentation des

(1) *Annuaire économique de la Grèce*, année 1931, p. 430.

(2) Ces sommes semblent également inférieures à la réalité. D'après M. STEFANIDÈS, V. *L'afflux des capitaux étrangers en Grèce*, op. cit., p. 308, les capitaux étrangers placés en Grèce jusqu'à l'année 1930, sauf les emprunts publics, étaient évalués à 565.000.000 de francs-or environ. Si l'on admet alors que ces capitaux recevaient un intérêt moyen de 5 %, le service de ces capitaux représentait en fait 27.000.000 de francs-or environ. V. également pour l'histoire du capital étranger placé en Grèce, KAPSALIS, op. cit., p. 212. M. E. THÉRY, *la Grèce actuelle*, Paris, 1905, p. 172. M. LEFEUVRE-LEAULLE : *La Grèce économique et financière*, Paris, 1916, p. 189.

sommes affectées au service des capitaux étrangers placés en Grèce est en raison directe de leur importance accrue.

L'étude analytique à laquelle nous avons procédé nous permet maintenant d'établir le tableau général de la balance des comptes grecque pendant les trois années 1929, 1930 et 1931.

BALANCE DES COMPTES GRECQUE
évaluée en milliers de francs-or.

	1929	1930	1931
A. — Eléments créditeurs			
Exportation des marchandises	467.925	394.550	277.950
Revenu de la marine marchande	23.875	21.800	30.125
Remises des émigrants grecs	195.375	208.975	177.100
Revenu des capitaux grecs placés à l'étranger	132.925	102.200	41.500
Revenu du tourisme ..	35.000	25.000	24.950
Réparations	3.825	27.000	24.050
Total	858.925	779.525	575.675
B. — Eléments débiteurs			
Importation des marchandises	885.000	723.375	583.700
Service de la Dette publique extérieure ...	115.000	119.400	124.000
Dépenses gouvernementales	79.800	102.225	28.600
Dépenses des Grecs à l'étranger	24.100	25.825	24.525
Primes d'assurances payées à des sociétés étrangères	4.400	4.850	5.950
Intérêts et dividendes des capitaux étrangers placés en Grèce	12.500	16.250	18.950
	1.120.800	991.925	786.725
Crédit + ou débit —	—261.875	—212.400	—211.050

Ainsi qu'il appert de ces données statistiques, le déficit global par lequel s'est soldée pendant cette période la balance des comptes hellénique, a atteint 685.000.000 de frs-or environ. Comment ce déficit a-t-il pu être couvert?

C'est ce que nous verrons en examinant les mouvements des capitaux pendant cette même période.

§ 3. — *Les mouvements des capitaux.*

Certes, le déficit laissé par la Balance des comptes ne pouvait pas demeurer, comme on l'a précédemment indiqué, sans être réglé. Les moyens dont dispose un pays à balance déficitaire pour ce faire, sont les suivants : Le déficit est couvert, soit par les réserves en or ou en devises étrangères de l'Institut d'émission, soit par de l'argent étranger introduit sous forme de crédit ou d'emprunt émis à l'extérieur par le pays débiteur (1).

En jetant un coup d'œil sur la balance des règlements au cours de ces trois années, nous constatons que les éléments actifs de cette balance sont les suivants : emprunts publics et privés, crédits consentis par l'étranger aux banques privées helléniques, intérêts des emprunts nationaux payés en Grèce (2), enfin diminution de l'encaisse de la Banque de Grèce. Examinons-les brièvement :

1° Pour les emprunts publics, nous nous référons au paragraphe relatif à la politique du gouvernement hellénique en matière d'emprunts pendant cette période. Les sommes ainsi importées en Grèce s'élevèrent à 75.725.000 de frs-or en 1929, à 154.600.000 en 1930, et à 66.325.000 de frs-or en 1931.

2° Les emprunts privés sont les divers prêts consentis par l'étranger aux différents organismes publics ou privés pendant cette période. Ces sommes se sont élevées à 70.925.000 pour 1929, à 52.225.000 pour 1930 et à 58.100.000 frs-or en l'année 1931.

3° Les crédits accordés par l'étranger, au cours de ces

(1) V. REBOUD : *Précis d'économie politique*, t. II, p. 245.

(2) Ce poste ne constitue qu'un élément « de compensation », calculé indirectement par voie de déduction.

trois années aux banques helléniques représentent au total : 78.000.000 en 1929, 60.850.000 en 1930 et 55.900.000 frs-or en 1931.

4° Quant à la rubrique concernant les intérêts des emprunts nationaux payés en Grèce, nous constatons que sans aucun doute, une partie de la Dette publique extérieure est détenue par des Grecs résidant en Grèce. Touchées par eux, ces sommes n'ont pas été exportées à l'étranger. Elles doivent évidemment être déduites des sommes inscrites au passif de la balance des comptes et relatives aux devises exportées pour le service de la Dette extérieure. Nous ne pouvons pas en apprécier exactement le montant. Mais les calculs de M. Tsouderos permettent de les évaluer environ à 32.500.000 pour 1929, à 26.250.000 pour 1930 et à 20.825.000 de frs-or pour l'année 1931.

5° Enfin, notre étude de l'actif de la balance des règlements serait incomplète s'il n'était pas tenu compte des mouvements de l'encaisse de l'Institut d'émission hellénique, c'est-à-dire de la différence entre les achats et les ventes d'or et de devises étrangères qu'il a effectués durant cette période. On doit en effet supposer que la diminution de celle-ci a permis d'exécuter les engagements envers l'étranger. Or, l'évolution des achats et des ventes de l'or ou des devises étrangères par la Banque de Grèce pendant les quatre années de la stabilisation, se présente ainsi en livres sterling :

Années	Achats	Ventes	+ ou —
1928 (1)	9.421.997	8.742.224	+ 679.773
1929	21.155.108	24.060.941	— 2.905.833
1930	26.832.113	27.100.812	— 278.699
1931 (2)	Dol. 91.914.634	103.885.534	— 11.970.900

(1) C'est pour la période entre le 14 mai 1928 jusqu'au 31 décembre 1928.

(2) Depuis le 21 septembre 1931 et jusqu'au 16 avril 1932, l'encaisse de la Banque de Grèce était évaluée en dollars.

De ce tableau il ressort que sauf en 1928, année pendant laquelle les achats de l'or ou des devises étrangères dépassèrent les ventes de la Banque de Grèce, pendant les trois années suivantes les ventes ont au contraire constamment dépassé les achats. La diminution de l'encaisse de la Banque de Grèce, évaluée en francs-or, représente 74.975.000 pour 1929, 6.975.000 pour 1930 et 50.450.000 pour l'année 1931.

Tous ces éléments ont constitué l'actif de la balance des règlements pendant cette période. Ils ont servi à couvrir le déficit laissé par la balance des comptes. Néanmoins, deux éléments font partie du passif de la balance des règlements et il faut les déduire de l'actif pour calculer l'actif net de cette balance. Ce sont, d'une part, l'exportation des devises pour achat sur les places extérieures des valeurs étrangères ou des titres helléniques destinés à être rapatriés postérieurement et d'autre part, le remboursement des crédits consentis par l'étranger aux banques helléniques. Nous avons vu précédemment qu'en égard aux conditions du marché monétaire grec et à la politique des banques, beaucoup de capitaux étaient exportés pour être investis soit en valeurs étrangères soit en emprunts nationaux. Il semble aussi (c'est surtout en 1931) que d'importants avoirs furent exportés pour des causes purement psychologiques, leurs propriétaires doutant de la tenue future de la drachme. Quoiqu'il en soit, ces sorties visibles de fonds sont évaluées à 31.250.000 pour 1929, à 27.500.000 pour 1930 et à 17.050.000 pour l'année 1931. Ajoutons que ces devises étaient principalement achetées à la Banque de Grèce contre des drachmes.

De telles opérations ont donc joué un rôle fort important en ce qui concerne la diminution de l'encaisse de l'Institut d'émission. Quant au deuxième élément du

passif de la balance des règlements, à savoir la restitution des crédits reçus par les banques helléniques, les sommes y afférentes se sont élevées à 39.000.000 de frs-or en 1929, à 71.000.000 en 1930 et à 22.850.000 en 1931.

Après cette brève analyse, dressons maintenant le tableau de la balance des règlements grecque et des mouvements des capitaux qui ont comblé, pendant la période que nous envisageons ici, le déficit laissé par la balance des comptes.

BALANCE DES RÈGLEMENTS

évaluée en milliers de francs-or.

	1929	1930	1931
A. — ACTIF			
Emprunts publics	75.725	154.600	66.325
Emprunts privés	70.925	52.225	58.100
Crédits consentis par l'étranger aux ban- ques privées helléni- ques	78.000	60.850	55.900
Intérêts des emprunts nationaux payés en Grèce	32.500	36.250	20.825
Diminution de l'en- casse de la Banque de Grèce	74.975	6.975	50.450
Total	332.125	310.900	250.950
B. — PASSIF			
Déficit de la Balance des comptes	261.875	212.400	211.050
Rapatriement des titres des emprunts natio- naux	31.250	27.500	17.050
Restitution des crédits bancaires	39.000	71.000	22.850
Total	332.125	310.900	250.950

Ainsi l'excédent laissé par les mouvements des capitaux pendant cette période correspondant exactement au déficit de la balance des comptes, a fait équilibrer la balance des règlements. Il est vrai que les chiffres cités ci-dessus, exception faite de quelques données statistiques certaines, telles le service de la dette extérieure ou la diminution de l'encaisse de la Banque de Grèce, ne sont qu'approximatifs. Quoiqu'il en soit, seul importe ce fait que la balance des comptes durant ces trois années fut déficitaire et qu'elle le fut très largement. Ce furent les capitaux étrangers et l'encaisse de la Banque de Grèce qui ont couvert l'excédent du passif.

De l'étude de la balance des comptes et de celle des règlements, les constatations suivantes peuvent se dégager : 1° Si l'actif de la balance des comptes représente des éléments peu stables et dépendant plus ou moins directement des conditions économiques générales et des facteurs individuels, — d'où les conséquences qu'a pu exercer sur eux une crise générale comme la crise actuelle, — en revanche le passif est constitué par des éléments fixes indépendants des variations économiques de la prospérité et de la dépression. Les deux principaux en sont, le service de la Dette extérieure et dans une moindre mesure, vu les conditions de la production en Grèce, l'importation des marchandises ; 2° en ce qui concerne le libre fonctionnement de l'étalon-or et la théorie de l'équilibre automatique de la balance des comptes, son mécanisme n'a pas joué en Grèce durant cette période sous l'influence des prix ou de la politique du taux d'escompte de la Banque de Grèce ; 3° enfin, de l'étude de la balance des comptes de la Grèce, il apparaît que la crise économique fut néfaste pour l'économie hellénique. Tous les postes actifs de la balance des comptes furent plus ou moins touchés. Celle-ci se soldant toujours par un déficit important, c'était au moyen de l'aide exté-

rieure et de la diminution de l'encaisse de la Banque de Grèce, que le déficit était couvert. On voit ainsi le danger qui pesait toujours sur la stabilisation et par là sur la drachme elle-même. Dès maintenant, on peut indiquer comme causes lointaines de la crise monétaire hellénique, la situation passive de la balance des comptes, aggravée encore par les méfaits de la crise économique d'abord et monétaire ensuite.

CONCLUSION SUR L'ÉVOLUTION DE LA STABILISATION JUSQU'A LA CRISE MONÉTAIRE

Des développements de cette première partie, l'on peut déduire les conclusions suivantes. En commençant par la stabilisation, nous estimons que la politique de la Grèce, désireuse de mettre de l'ordre dans ses finances et de stabiliser légalement sa monnaie, suivant ainsi la tendance générale de cette période, ne saurait être critiquée. Rien n'est de plus souhaitable en effet, qu'une monnaie stable. Certes, une semblable opération fut onéreuse pour la Grèce. En effet, si les évaluations des déficits budgétaires pendant les exercices antérieurs à 1928, avaient été plus exactes, on aurait pu alors limiter exactement l'appel aux crédits extérieurs à ce qui était indispensable pour couvrir ces déficits (1). Ainsi on aurait pu diminuer dans une certaine mesure les charges nouvelles qu'a subies le pays du fait de la stabilisation. Celle-ci a facilité sans doute la conclusion des différents emprunts publics que nous avons cités au cours de cette première partie. L'afflux des capitaux étrangers a contribué évidemment à développer les forces productives du pays. Pourtant, d'un autre point de vue, la conclusion de ces emprunts peut être considérée comme néfaste pour la Grèce, car, d'une part ils ont augmenté le service de la Dette extérieure, exigeant ainsi des transferts plus importants de devises

(1) V. p. 28.

étrangères et d'aure part, ils contribuèrent à accroître le déficit de la balance commerciale pendant cette période. Développant le pouvoir d'achat du pays, ils encourageaient par là même l'augmentation des importations. Il est vrai que ces dernières, sous l'influence de la crise, commencèrent à fléchir pendant les deux dernières années 1930 et 1931. Nous estimons pourtant que cette diminution aurait été encore plus accentuée si les emprunts extérieurs n'avaient pas été contractés. Il convient justement de remarquer qu'aucune mesure n'a été prise pour limiter les importations. Le Gouvernement s'est seulement assigné la tâche d'atténuer le déficit chronique de la balance commerciale en exécutant de grands travaux productifs, mais cette politique était insuffisante car ces travaux étaient longs. On avait justement prévu une période de cinq ans pour leur exécution. Or, leur rendement n'étant pas immédiat, c'était avant leur achèvement qu'il fallait prendre des mesures de prudence.

Le point faible de l'économie hellénique pendant toute la période de la stabilisation résida dans le déficit considérable de la balance des comptes. Les deux principaux éléments passifs étaient comme nous l'avons vu, le déficit de la balance commerciale et le service de la dette extérieure. Ils étaient compensés par les éléments actifs, à savoir : les envois des émigrants, les bénéfices de la marine marchande, les revenus des capitaux grecs placés à l'étranger, et surtout les emprunts extérieurs. Mais tous ces éléments actifs ne parvenaient pas à l'équilibrer totalement. Restait donc l'appel à l'encaisse de la Banque de Grèce.

La Banque étant tenue d'assurer la convertibilité de ses billets, puisait constamment dans son encaisse les devises demandées pour les besoins du marché.

L'écueil de la stabilisation apparaissait dans la cons-

titution de son actif. La Banque n'a malheureusement pu dès le début de son fonctionnement, dominer le marché. Au lieu d'être le régulateur suprême du crédit, ainsi que l'exigeait son rôle de Banque centrale, elle ne jouissait que d'une très faible influence. Aussi elle n'a pu ni défendre son encaisse par le jeu du taux d'escompte, ni obliger les banques privées à se conformer à sa politique.

Avec l'aggravation de la crise économique, d'une part, les éléments actifs de la balance des comptes étant diminués, d'autre part, les demandes de devises à la Banque devenant de plus en plus importantes, son encaisse fléchit à la veille de la crise monétaire de Septembre à 2.341 millions de drs. Le rapport des réserves avec ses engagements à vue était de 42 %. On croyait pourtant que l'achèvement des travaux productifs et l'aide extérieure auraient permis à la monnaie hellénique d'échapper à tout danger immédiat. C'est alors qu'éclata la crise monétaire britannique, et ce furent la chute de la livre-sterling et la fermeture du marché de Londres qui portèrent à la drachme le coup décisif.

Dans la partie suivante, nous examinerons donc les conséquences de la crise monétaire sur la monnaie nationale ainsi que sur l'ensemble de l'économie hellénique.

DEUXIÈME PARTIE

La Crise

CHAPITRE PREMIER

L'APPARITION DE LA CRISE

Section A

La suspension de l'étalon-or par la Grande-Bretagne

L'issue fatale de la crise économique mondiale à laquelle vint se juxtaposer en mai 1931 la crise de confiance et de crédit, fut la suspension de l'étalon-or par la Grande-Bretagne, le 21 septembre 1931. Il n'y a pas lieu ici de chercher les causes de cet événement mémorable tant au point de vue britannique qu'au point de vue mondial (1). Rappelons seulement que, après la suspension des paiements par le Kredit-Astalt autrichien, le 14 mai 1931, la situation monétaire des pays de l'Europe Centrale et surtout de l'Allemagne se révéla fort précaire. Aussi les créanciers à court terme du marché de Londres voyant les avoirs anglais immobilisés à l'étranger et craignant que le même sort ne fut réservé à leurs dépôts de Londres, commencèrent-ils pendant l'été 1931 à les retirer avec une hâte qui très rapidement dégénéra en panique.

(1) V. CATIFORIS: *La Crise de la monnaie anglaise*, Thèse, Paris 1933.

La Grande-Bretagne, malgré le concours répété de la France et de l'Amérique, fut en définitive obligée de suspendre l'étalon-or. Cette mesure et par ses conséquences et par ses effets psychologiques, provoqua une secousse monétaire quasi générale. Les répercussions à l'égard des autres pays en peuvent être divisées en deux catégories (1) :

1° Dépréciation des réserves monétaires des Banques d'émission en livres-sterling ;

2° Apparition de facteurs psychologiques et économiques défavorables et développement des retraits massifs d'or et de devises.

Tous les Etats furent également surpris par la chute de la livre-sterling, mais tous n'adoptèrent pas la même politique pour pallier à ses néfastes répercussions. Les uns, dont la monnaie était étroitement liée au sterling, durent suspendre après la chute de la livre la convertibilité de leurs billets de banque. Certes, ils s'y décidèrent plus ou moins rapidement, mais ils s'y résignèrent tous. Citons parmi eux l'Empire britannique (à l'exception du Canada), les trois pays scandinaves : Suède, Norvège, Danemark, qui le 28 et le 29 septembre renoncèrent à l'étalon-or. La Finlande, le 12 octobre, le Portugal et finalement le Japon, le 17 décembre.

Les autres Etats n'optèrent pas pour une solution aussi tranchée. Certes, ils maintinrent l'étalon-or, mais ils le conservèrent sous réserve et règlementèrent le commerce des devises étrangères. Se rangèrent à ce parti : l'Allemagne, l'Autriche, la Hongrie, la Tchéco-Slovaquie, la Grèce, la Yougoslavie, la Roumanie, la Bulgarie, la Lettonie et l'Esthonie. Particulièrement la Grèce, après avoir résisté jusqu'en avril 1932, a dû finalement céder et par la loi du 26 avril 1932, elle suspendit officiellement l'étalon-or.

(1) V. ZOLOTAS : *L'étalon-or en théorie et en pratique*, Paris 1933.

La réglementation des devises dans ces pays porta en général sur les cinq points suivants : 1° L'exportation des capitaux sous forme de devises ou de monnaie nationale ; 2° l'exportation des devises pour payer les importations des marchandises ; 3° l'exportation des devises en vue des voyages à l'étranger ; 4° les achats de devises pour s'assurer contre la dépréciation éventuelle de la monnaie nationale ; 5° l'obligation des détenteurs de devises de les vendre à la Banque d'émission à un cours fixe.

Enfin, d'autres pays ont pu conserver l'étalon-or sans édicter aucune des mesures ci-dessus indiquées. Ce sont : la France, la Belgique, les Pays-Bas, la Suisse, l'Italie et la Pologne. L'Afrique du Sud, après avoir résisté sans même régler le commerce des devises, a finalement succombé et a abandonné l'étalon-or le 29 décembre 1932. De même les Etats-Unis s'y sont résignés le 19 avril 1933 à la suite de la crise bancaire (1) et à la veille de l'arrivée à Washington des délégations anglaise, française et autres, convoquées pour dresser avec le Président Roosevelt, le programme de la Conférence économique tenue à Londres en juin 1933.

De ce qui précède, il apparaît que les conséquences de la chute de la livre sur la plupart des monnaies furent immenses. Notre but étant d'exposer la crise de l'une

(1) La décision des Etats-Unis d'abandonner l'étalon-or n'a pas été le résultat des exportations d'or qui auraient diminué sensiblement la couverture de Federal Reserve Bank, mais bien la suite d'une crise bancaire et de la dépression économique du pays. Les faits qui ont précédé l'abandon de l'étalon-or sont les suivants : le moratoire bancaire à Michigan le 15 février et ensuite à New-York le 4 mars. L'embargo sur l'or le 6 mars. La levée partielle de celui-ci le 6 avril et son brusque rétablissement le 19 avril. Cette dernière mesure a été accompagnée par des déclarations officielles sur la renonciation à l'étalon-or ainsi que sur l'abandon de tout effort pour maintenir la valeur internationale du dollar.

d'elles, de la drachme, c'est à elle que nous consacrerons les développements qui vont suivre.

§ 1. — *Répercussion de la chute de la livre-sterling sur la Banque de Grèce.*

La décision du Gouvernement britannique suspendant la convertibilité de la livre et supprimant par conséquent l'obligation pour la Banque d'Angleterre de vendre l'or à un taux déterminé, fut communiquée au Gouvernement hellénique dans la matinée du 21 septembre par la Légation de Grande-Bretagne à Athènes.

En présence de ce fait capital, la Banque de Grèce décida que dorénavant la livre-sterling ne servirait plus pour la drachme de base de convertibilité. Les circonstances imposaient impérieusement une telle mesure car l'Angleterre, ayant détaché la livre de l'or, celle-ci n'était plus directement convertible en or. Or, on se souvient que l'article 5 des statuts de la Banque de Grèce, stipulait d'une façon formelle que comme base de la convertibilité de la drachme serait prise « la monnaie légale d'un pays observant l'étalon-or et dont la devise est de droit et de fait convertible à vue en or pouvant être librement exportée ». C'est en vertu de ce texte que la Banque de Grèce avait choisi par sa déclaration du 14 mai 1928, la livre anglaise comme devise étrangère avec l'obligation de la vendre et de l'acheter à la parité de la stabilisation. A la suite de la décision du Gouvernement britannique, la monnaie anglaise ne répondait plus aux conditions des statuts de la Banque de Grèce. Celle-ci, d'accord avec le Gouvernement, substitua donc immédiatement le dollar américain à la livre-sterling. Cette décision fut prise conformément au décret-loi du 12 mai 1928, dans la déclaration suivante de la Banque de Grèce publiée dans la *Gazette offi-*

cielle (1) : « Vu l'article 5 des statuts de notre Banque et le décret du 12 mai 1928 sur la fixation de la teneur en or fin de la drachme et abrogeant notre déclaration du 14 mai 1928, nous fixons : : :

« a) Comme change que l'Etablissement Central de la Banque est tenu de vendre et d'acheter, conformément au paragraphe 1^{er} de l'article 5 des statuts et au prix fixé ci-après, le change sur New-York ;

« b) La parité du dollar des Etats-Unis avec la drachme, conformément à la teneur de la drachme en or fin, fixée par le décret précité, de la manière suivante : Dollar des Etats-Unis = 77,05.

« Le prix auquel la Banque est tenue de vendre et d'acheter le change ci-dessus, de la manière suivante : prix de vente : la parité ci-dessus du change sur New-York, augmentée au maximum — gold-point — des frais de transport (2) de l'or d'Athènes à New-York s'élevant à 120 %, soit leptas (centimes) 95. Prix d'achat : la parité ci-dessus du même change, diminuée des frais de transport de l'or de New-York à Athènes, s'élevant à 120 %, soit leptas (centimes) 95. »

Ainsi, en apparence rien ne fut changé à la stabilisation hellénique. La teneur en or pur de la drachme, fixée par le décret du 12 mai 1928, et constituant la base de la stabilisation, demeurerait absolument invariable. De plus, les variations de la drachme par rapport au nouveau change étaient limitées avec précision puisque les gold-points étaient officiellement déterminés. A ce moment, tout au moins, de telles mesures interdisaient tou-

(1) V. *Gazette Officielle*, fascicule A n° 327, 1931.

(2) On dit généralement « frais de transport » mais on comprend sous ce terme, outre les frais de transport proprement dits, les frais d'assurance, commissions, courtages et pertes d'intérêt sur les sommes engagées dans l'affaire. V. ARNAUNÉ, *La monnaie, le crédit et le change*, Paris 1927, p. 179.

tes fluctuations de la devise grecque et toute spéculation contre sa stabilité.

Mais s'il en fut ainsi pour la convertibilité de la drachme, la suspension de l'étalon-or par la Grande-Bretagne eut par contre de graves conséquences sur l'encaisse de la Banque de Grèce. Les effets en furent doubles. En premier lieu, la chute de la livre-sterling a causé une perte matérielle à la Banque. Celle-ci a partagé le sort commun de toutes les banques d'émission, qui lors de la chute de la monnaie anglaise avaient conservé une partie de leurs avoirs investis en livres-sterling (1). Sous le régime du gold-exchange standard, la Banque de Grèce étant tenue de conserver une grande partie de son encaisse en livres-sterling, la dépréciation de cette monnaie lui causa une perte sévère.

Mais là ne se limita pas le dommage subi. Il s'étendit également aux achats à terme que la Banque de Grèce avaient effectués en livres-sterling. Le total des livres-sterling que la Banque avait en sa possession au moment de la suspension de l'étalon-or par l'Angleterre s'élevait à £ 1.989.698. La perte totale de la Banque représenta alors 174.711.505 drs. La loi 5.305, du 31 décembre 1931, en a prévu l'amortissement par deux procédés : une moitié fut couverte par le fonds de réserves de la Banque et l'autre moitié doit être amortie en dix ans par un prélèvement annuel égal à 1/10 sur les bénéfices de la Banque.

En second lieu, la chute de la livre sterling a provoqué une diminution automatique de l'encaisse de la Banque de Grèce. Ce phénomène s'explique aisément, si l'on tient compte de la disposition des statuts de la Banque concernant la constitution de son encaisse. L'Ins-

(1) La perte matérielle causée à la Banque de France à la suite de la chute de la livre, s'éleva à trois milliards de francs. Elle fut couverte par le Gouvernement.

titut d'émission étant tenu de ne compter dans son encaisse que de l'or ou des devises convertibles en or, la partie de son encaisse qui était constituée en livres-sterling ne remplissait plus cette condition. La Banque ne pouvant plus de ce chef compter parmi son encaisse, ses avoirs en livres, voyait celle-ci diminuer automatiquement et le rapport entre elle et ses engagements à vue, tomber au-dessous du minimum légal. Pour ne pas se trouver hors de ses statuts, elle décida l'achat immédiat à la Banque Nationale de Grèce d'une somme de 5 millions de dollars payables en drachmes au terme d'un an (1). Ceci a permis à la Banque d'éviter l'inconvénient d'un versement brusque. En effet, le paiement au comptant de cette somme aurait eu comme conséquence un accroissement correspondant de la circulation, chose que la Banque voulait éviter à tout prix. Après cette opération, il importait aussi de régler le sort des livres-sterling incorporées dans les réserves de la Banque et actuellement dépréciées. Ne pouvant plus, en vertu de ses statuts, les compter dans son encaisse à leur valeur nominale, elle décida cependant de les y conserver, mais à leur taux réel.

Par ces deux procédés (ce dernier n'étant pas très conforme aux statuts), la Banque réussit à éviter la réduction de son encaisse. Bien plus, elle parvint à l'accroître. Le rapport entre ses réserves et le total de ses exigibilités à vue, s'éleva, d'après la situation de la Banque à fin septembre 1931, à 46,6 %.

Tels furent les principaux effets de la chute de la livre-sterling sur l'encaisse de la Banque de Grèce.

(1) V. sur la nature juridique de cet achat *Oikonikos Tachydromos*, 22 novembre 1931. Cette somme de 5.000.000 de dollars fut transformée obligatoirement en drs et fut restituée à la Banque Nationale de Grèce au prix de 100 drs le dollar après le décret-loi du 29 juillet 1932 sur la restitution obligatoire des devises étrangères par les Banques. V. infra p. 235.

Les conséquences les plus importantes furent le résultat normal du gold-exchange standard. A ce système, nous avons déjà consacré des développements assez étendus pour qu'il soit inutile maintenant d'y revenir. Ajoutons seulement ici que l'abandon de l'étalon-or par la Grande-Bretagne marqua la ruine de ce régime (1). Ses méfaits incitèrent les banques centrales à liquider tous leurs avoirs en devises et à les échanger contre de l'or (2). Quelque regrettable que fut cette liquidation par les divers Instituts d'émission de leurs investissements en devises (car elle diminua ainsi le volume des disponibilités dans le monde), elle a eu du moins l'appréciable avantage d'abolir un régime monétaire artificiel.

Le gold-exchange standard n'aurait peut-être pas présenté les mêmes inconvénients si les deux pays, — à savoir la Grande-Bretagne et les États-Unis, — dont la devise gageait la convertibilité des autres monnaies, avaient évité par des mesures judicieuses la superposition des crédits inhérents à ce système. La Grande-Bretagne s'aventurant à une pareille politique d'imprévoyance, en donna un exemple caractérisé. Bien que la Banque d'Angleterre ait fréquemment encouragé la pratique du gold-exchange standard, et recommandé l'emploi des avoirs-livres comme gage d'une monnaie, elle ne s'est presque jamais efforcée de s'assurer le stock d'or nécessaire pour compenser les importants crédits-livres existant à l'étranger. Elle a laissé le système se développer sans chercher ni à en atténuer les inconvénients, ni à en prévenir les dangers.

Signalons aussi, au nombre des répercussions produites par la chute de la livre-sterling, que la Banque de

(1) V. la fin du gold exchange standard, dans *l'Information*, 7 avril 1932.

(2) V. ZOLOTAS. *L'étalon-or*, op. cit., p. 238.

Grèce, pour défendre son encaisse, s'est hâtée, par décision de son Conseil général et sur avis conforme du Gouvernement, d'élever le taux de son escompte de 9 à 12 %, le 26 septembre 1931. Cette question relative à la politique du taux d'escompte suivie par la Banque de Grèce pendant la crise monétaire est examinée plus loin.

§ 2. — *La fermeture de la Bourse.*

La suspension de l'étalon-or par la Grande-Bretagne et la chute de la livre qui l'accompagna, entraînèrent partout la fermeture des Bourses de valeurs, afin de prévenir les soubresauts d'une panique éventuelle ou l'action de la spéculation. La durée de la clôture varia dans les différents pays selon les conditions propres à chacun d'eux. La plupart d'entre elles furent réouvertes aussitôt dissipée la première impression. En Grèce, la fermeture de la Bourse ne fut pas seulement édictée par crainte d'une attaque brutale contre la monnaie nationale, elle fut aussi la conséquence directe de la politique monétaire britannique. Les mesures appliquées en Angleterre pour retenir l'or dans ce pays et les nombreuses offres de titres helléniques provenant de Londres, eurent une répercussion défavorable sur les cours de ces valeurs qui commencèrent à fléchir d'une façon assez rapide. Inquiet de cette situation, le Comité de la Bourse d'Athènes prescrivit le 21 septembre la fermeture de la Bourse. Le Conseil des Ministres, après un examen approfondi de la situation, approuva cette décision du Comité de la Bourse, seule capable de prévenir une panique éventuelle. Le marché des valeurs demeura clos pendant quinze mois environ. Sa réouverture n'eut lieu que le 17 décembre 1932. Ce long délai fut imposé par la nécessité de trancher les difficultés qui s'élevèrent à l'occasion des liquidations des engage-

ments contractés avant sa fermeture (1). Pendant toute la période de la fermeture de la Bourse, la Banque de Grèce se chargea des transactions du change. C'est l'Institut d'émission qui a, depuis la chute de la livre, assumé le monopole des achats et des ventes d'or et des devises étrangères. Cette situation continua même après sa réouverture.

La monopolisation du change par la Banque de Grèce et le contrôle imposé sur les devises étrangères, eurent comme résultat, la création d'un marché clandestin dans lequel la drachme, influencée par des différents facteurs que nous allons examiner plus loin, commença à se déprécier peu à peu.

Section B

Le contrôle des devises et le maintien nominal de l'étalon-or

L'économie hellénique a toujours été étroitement subordonnée à celle de la Grande-Bretagne. D'abord, la Grèce faisait principalement appel jusqu'à la crise monétaire de 1931, au marché britannique pour ses besoins financiers. La première partie de cette étude nous a démontré que la plus grande partie, sinon la totalité des emprunts helléniques furent contractés sur la place de Londres. De plus, c'est toujours dans les banques anglaises que les exportateurs de raisin de Corinthe, les armateurs ou les riches particuliers déposent de préférence leurs disponibilités. On comprend alors combien fut brutal le contre-coup de la crise monétaire britannique sur l'économie hellénique. Certes, la défaillance de la livre-sterling a sans nul doute causé au capital hel-

(1) Sur l'évolution de la Bourse d'Athènes, v. l'étude du Conseil supérieur économique : *Les nombres indices des oscillations boursières des valeurs helléniques à revenu fixe ou variable pendant la période quinquennale 1928-1933*, Athènes, 1933.

lonique une fort importante perte matérielle, mais celle-ci n'est rien, comparée à l'influence déprimante qu'elle a exercée dans le domaine psychologique. Immédiatement, en effet, l'opinion grecque a estimé que l'on ne pourrait plus compter, ni sur les crédits indispensables pour achever les travaux productifs entrepris en Macédoine, ni sur les capitaux nécessaires pour équilibrer la balance des comptes toujours déficitaire. De plus, la grande puissance qu'est l'Angleterre, n'ayant pu maintenir la stabilité de la monnaie, il apparut impossible que la Grèce pût sauvegarder celle de sa devise. Un semblable état d'esprit créa une ambiance telle que dès le 21 septembre commença la « fuite » devant la drachme.

Des les premiers jours postérieurs à la chute de la livre-sterling, la demande de devises étrangères, surtout de dollars et de francs, se développa auprès de la Banque de Grèce, selon un rythme fort inquiétant.

En présence de cette situation, quelle pouvait être la politique du Gouvernement ? Deux voies lui étaient offertes : ou abandonner la stabilisation de la drachme réalisée avec tant de sacrifices et lier la destinée de la drachme à celle de la livre-sterling, comme s'y décidèrent dès la suspension de l'étalon-or par la Grande-Bretagne, certains pays, adhérant ainsi au bloc du sterling (1), ou, au contraire, rester fidèle à la réforme de 1928 et lutter pour le maintien de la valeur-or de la drachme.

M. Venizelos, chef du Gouvernement à cette époque, après un examen approfondi de la situation et après avoir consulté les personnalités les plus compétentes qui unanimement se prononcèrent pour le maintien de la

(1) V. *Etalon-sterling contre étalon-or* dans *l'Information*, 17 avril 1932.

stabilisation (1), opta pour cette dernière résolution. Évidemment, une telle politique exigeait l'adoption de mesures rigoureuses destinées à arrêter la fuite de l'encaisse de la Banque de Grèce.

Mais dès le moment où le trafic des devises est limité par des restrictions, peut-on encore parler de libre fonctionnement de l'étalon-or ? L'étalon-or n'existe effectivement que s'il oblige la Banque d'émission à fournir à tout demandeur, en échange de ses billets, soit de l'or, soit des devises étrangères convertibles en or. Si des mesures suspendent ou restreignent l'engagement assumé par l'Institut d'émission de convertir ses billets en or, si la Banque Centrale peut refuser de fournir du change à certaines personnes ou ne l'accorder qu'à certaines époques, ou qu'en certaines quantités, l'étalon-or est paralysé. Ce n'est alors qu'un étalon-or nominal (2). Aussi, est-il permis de soutenir que de fait, l'étalon-or cessa d'exister en Grèce quand furent édictées les premières mesures sur le contrôle des devises. Celles-ci ne firent sans doute que précéder sa suspension officielle intervenue le 26 avril 1932.

§ 1. — *La réglementation du trafic des devises en Grèce aussitôt après la déclaration de la crise monétaire.*

Immédiatement après la secousse monétaire de fin septembre 1931, presque tous les pays ont dû organiser

(1) V. le discours de M. VENIZELOS à la réunion de la Chambre de Commerce d'Athènes de tous les représentants du monde du commerce, de l'industrie et des finances, le 27 septembre 1931. Les réponses données à M. VENIZELOS, par M. ANASTASSIADES, Président de la Chambre de Commerce d'Athènes, par M. DROSSOPOULOS, Gouverneur de la Banque Nationale de Grèce, ainsi que par d'autres, furent toutes en faveur du maintien de la valeur de la drachme. Elles approuvèrent sans réserve la politique gouvernementale.

(2) V. ELVER : *Le contrôle des devises et le maintien nominal de l'étalon-or*, dans la *Revue d'Economie Politique*, édition spéciale *Questions monétaires de l'heure présente*, Paris, 1932.

le contrôle des devises et restreindre les importations. Les divers pays, les uns après les autres, qu'ils aient suspendu l'étalon-or aussitôt après la crise britannique ou qu'ils l'aient au contraire maintenu, ont estimé que cette mesure constituait le seul remède contre la crise monétaire et le seul moyen de défendre leur encaisse d'or et de devises. Les premiers Etats que les circonstances obligèrent à se protéger contre l'évasion des devises, avant même que la crise monétaire britannique n'eut éclaté, furent d'une part : l'Allemagne (décret présidentiel du 15 juillet 1931, resté en vigueur quatorze jours, et décret du 1^{er} août 1931 qui a modifié le précédent ; la Hongrie (décret du 8 août 1931), d'autre part. La Turquie avait, bien avant la crise monétaire, pris des mesures restrictives du trafic des devises dès février 1930, par la loi du 25 février 1930 pour la défense de la monnaie turque. Cette loi a été suivie par d'autres décrets ainsi que par le décret du 16 novembre 1931, qui a limité les importations en Turquie (1). Après la chute de la livre-sterling, le contrôle des devises (2), d'exceptionnel qu'il était encore, devint gé-

(1) V. MICHA : *Le contrôle des devises dans les différents pays*, Athènes, 1932.

(2) Voici la liste des pays qui ont suspendu l'étalon-or ou établi le contrôle des devises après la crise monétaire, par ordre chronologique, extrait de l'article de M. ELVER ci-dessus mentionné :

21 septembre : La Grande-Bretagne suspend le gold standard.

22 » : La Grande-Bretagne prévoit certaines restrictions peu rigoureuses.

28 » : La Norvège et la Suède suspendent le gold standard.

» » : L'Esthonie et la Grèce édictent des restrictions au trafic des devises.

29 » : Le Danemark suspend officiellement le gold standard après avoir interdit l'exportation de l'or le 22 septembre.

15 octobre : La Bulgarie édicte des restrictions au trafic des devises.

19 » : Le Danemark introduit également des restrictions au trafic des devises.

néral. En Grèce, le contrôle des devises fut introduit par les deux premiers décrets-lois du 28 septembre et du 8 octobre 1931, édictés pour protéger la monnaie nationale (1). Ces deux décrets-lois furent complétés ou modifiés par les textes suivants : 1° arrêté ministériel du 8 octobre 1931 ; 2° arrêté ministériel du 7 novembre 1931 ; 3° arrêté ministériel du 12 novembre 1931 ; 4° arrêté ministériel du 28 décembre 1931 ; 5° décret-loi du 2 février 1932 ; 6° arrêté ministériel du 19 février 1932 ; 7° arrêté ministériel du 11 mars 1932.

Toutes ces mesures furent modifiées et complétées définitivement par la loi 5.422 du 26 avril 1932, relative à la « suspension de l'obligation de la Banque de Grèce d'échanger ses billets contre du change — abandon de l'étalon-or — et à la réglementation de l'achat et de la vente du change ». Cette loi qui marque une étape capitale dans la récente évolution monétaire de la Grèce sera examinée dans la troisième partie de cette étude.

Sur les divers buts vers lesquels tendaient ces mesures, il est bon de donner quelques détails :

1° Les décrets-lois du 28 septembre et du 8 octobre 1931 pour la défense de la monnaie nationale, confiaient tout d'abord à la Banque de Grèce le monopole d'achat et de vente de l'or ou des devises : suspendant les dispositions contraires des statuts de l'Institut d'émission, ils

17 décembre : Le Japon suspend le gold exchange standard (après avoir interdit l'exportation de l'or le 13 décembre 1931).

23 » : La Hongrie déclare le moratoire partiel de transfert.

31 » : La Finlande supprime les restrictions au trafic des devises.

(1) Le gouvernement hellénique, à cause de la situation critique exigeant des décisions promptes et radicales, s'était fait donner par les Chambres l'autorisation législative de prendre par décrets-lois, n'exigeant que l'approbation d'une commission parlementaire, toutes les mesures qu'il jugeait nécessaires d'adopter pour faire face à la situation.

lui interdisaient de céder du change, sauf pour satisfaire aux besoins réels du pays, ce qui principalement supposait une stricte réglementation des importations. L'acheteur des devises étrangères devait communiquer à l'appui de sa demande toutes les pièces justificatives sur lesquelles une commission des changes instituée auprès de la Banque de Grèce donnait son avis. Mais c'était la Banque de Grèce qui en dernier ressort autorisait ou interdisait l'octroi du change. A l'origine on ne prétendait refuser du change que pour l'importation des articles dits de luxe ; ensuite, on décida de n'en accorder que pour les matières premières industrielles et pour les denrées alimentaires ; enfin, au fur et à mesure que l'encaisse de la Banque de Grèce diminuait, on résolut de n'en donner que pour cette dernière catégorie d'importations. En définitive, le régime actuellement appliqué en Grèce en ce qui concerne les importations est le suivant : l'importation des produits de première nécessité est libre, celle des autres marchandises doit être autorisée par le Ministre de l'Economie nationale, enfin, certaines importations sont soumises au régime des « contingentements ». Ce système est complété par une série de conventions conclues avec les différents pays. Elles instituent ainsi que nous le verrons plus loin des bureaux de compensation « clearing » des exportations et des importations de marchandises entre la Grèce et les pays étrangers.

2° Outre ces mesures, au nombre des préoccupations du Gouvernement à cette époque, figurait aussi le désir de concentrer à la Banque de Grèce tout le change provenant de l'exportation des marchandises. Les exportateurs devaient verser à la Banque dans un délai de trois mois, à partir du jour de l'exportation de la marchandise toutes les devises étrangères qu'ils avaient reçues en paiement. La Banque acquérait ces devises con-

tre des drachmes au cours de stabilisation. Les connaissements devaient alors être établis à l'ordre d'une Banque responsable vis-à-vis de la Banque de Grèce de la rentrée du change, y afférent. L'Institut d'émission pouvait contrôler également les factures relatives aux expéditions afin d'en vérifier la sincérité.

3° Enfin, les mesures de contrôle des devises, tendirent à réglementer les mouvements de capitaux pour empêcher l'exode vers l'étranger. Pour ce faire, tout envoi de fonds hors de Grèce fut absolument interdit. Même les envois pour frais de voyages ou d'études furent subordonnés à une autorisation spéciale de l'Institut d'émission. Le remboursement des chèques émis à l'étranger fut également interdit, sauf si la contre-valeur en change, après avoir été préalablement importée en Grèce, avait été régulièrement cédée à la Banque de Grèce.

Ainsi tous les besoins en change, qu'ils aient été légitimes, tels que les remises pour le règlement des dettes antérieures, ou qu'ils aient eu simplement pour objet d'acheter des drachmes pour les exporter, ne pouvaient plus être intégralement satisfaits.

Telles sont, réduites à l'essentiel, les dispositions édictées par le Gouvernement hellénique pour défendre la drachme après la crise monétaire britannique et pendant le maintien nominal de la stabilisation, c'est-à-dire jusqu'en avril 1932. Malheureusement ces mesures se révélèrent peu efficaces. Impuissantes à arrêter la diminution de l'encaisse de la Banque de Grèce, et surtout à détruire l'ambiance psychologique défavorable créée par la chute de la livre, elles ne purent non plus empêcher la drachme de se déprécier. Du reste, elles n'étaient pas exemptes de défaut, bien plus, ainsi que nous le verrons au cours de cette étude, elles ne laissèrent pas d'avoir de néfastes conséquences.

CHAPITRE II

LA BANQUE DE GRÈCE ET LA CRISE MONÉTAIRE

§ 1. — *L'évolution de l'encaisse de la Banque de Grèce dans la période du maintien nominal de l'étalon-or.*

Nous venons de voir les différentes mesures auxquelles le Gouvernement hellénique recourut aussitôt après la chute de la livre-sterling pour défendre la monnaie nationale, lorsqu'il eut décidé de maintenir à tout prix la stabilisation de la drachme. Ces mesures tendaient principalement, ainsi qu'il a été indiqué, à réduire au strict minimum les demandes de devises étrangères. Par ce moyen, l'on espérait défendre l'encaisse de la Banque de Grèce. Malheureusement celle-ci, non seulement n'est pas demeurée à son niveau de septembre 1931, mais bien au contraire, à la veille de la suspension officielle de l'étalon-or par la Grèce, elle fut presque complètement volatilisée. C'est d'ailleurs la cause essentielle de l'abandon de l'étalon-or par la Grèce.

Voici l'évolution de l'encaisse de la Banque de Grèce depuis la crise de septembre 1931 jusqu'en avril 1932. Elle s'élevait, lors de la chute de la livre-sterling, à Doll. 21.465.164

Entre septembre 1931 et le 26 avril 1932, date de suspension de l'étalon-or, la Banque a acheté du change, s'élevant à.. Doll. 29.105.430

TOTAL Doll. 50.570.594

La Banque a acquis cette somme des sources suivantes :

1° Doll. 13.817.000, valeur des marchandises exportées ;

2° Doll. 5.500.000, résultant de la vente de la Banque Nationale de Grèce ;

3° Doll. 9.883.430, produit des ressources invisibles du pays (1).

Pendant cette même période, la Banque a cédé aux personnes y ayant droit, conformément aux dispositions relatives au contrôle des devises, la somme de Doll. 48.233.986

Solde au 26 avril 1932 Doll. 2.336.608

Comme il appert de ces chiffres, la Banque de Grèce a donc vendu aux particuliers pour couvrir les besoins réels du pays — tout paiement concernant les dettes privées étant suspendu — en plus de la somme qu'elle a acquise, 19.128.556 de dollars qui furent prélevés sur son encaisse.

Sur cette évolution de l'encaisse de la Banque de Grèce pendant cette période, l'on peut exprimer les remarques suivantes :

1° Les importations, malgré toutes les mesures prohibitives prises par le Gouvernement, demeurèrent néanmoins assez élevées. Ce phénomène s'explique, car l'économie grecque est très dépendante de l'étranger, étant donné que 70 % des devises vendues par la Banque étaient destinées à payer l'importation des denrées de première nécessité. D'autre part, les importateurs grecs, désireux de se garantir contre une hausse éventuelle des prix, qu'aurait entraîné la dépréciation accentuée de la

(1) V. rapport de M. TROUDEROS, Gouverneur de la Banque de Grèce, du 20 avril 1932, pour l'exercice bancaire de l'année 1931, p. XII.

monnaie nationale, se hâtaient d'acquérir des marchandises en quantité supérieure à leurs besoins.

2° Les mesures prises par le Gouvernement, obligeant les importateurs grecs et en général toute personne à céder à la Banque de Grèce au cours de stabilisation les devises qu'ils possédaient, ne furent pas efficaces. Cette mesure, outre les entraves sérieuses qu'elle apportait aux exportations helléniques incitait à la fraude. Une grande quantité de change, loin d'être concentrée à la Banque de Grèce, se dirigeait plutôt vers le marché clandestin où il y était acquis à un prix beaucoup plus supérieur à celui offert par la Banque. C'est ce marché clandestin, créé à la suite des mesures du contrôle des changes et de la fermeture de la Bourse, qui fut le facteur déterminant de la baisse si accentuée de la drachme.

Nous ne sommes pas les seuls à présenter ces observations. Elles sont également consignées dans le dernier rapport du Comité financier au Conseil de la Société des Nations. Voici comment il s'exprime à ce sujet : « Jusqu'en avril 1932, dit le rapport du Comité, le volume des importations s'est maintenu à un niveau relativement élevé. Les efforts qui ont été accomplis au cours de la période de sept mois, allant d'octobre 1931 à avril 1932, en vue de restreindre indirectement les importations au moyen du système du contrôle des changes qui était alors en vigueur, n'ont pas donné de résultats appréciables ; d'autre part, les exportations ont été entravées par le maintien de la parité de la stabilisation. Depuis que cette parité a été abandonnée officiellement à la fin d'avril 1932, qu'un système de restrictions directes à l'importation a été rétabli et que les droits de douane ont été augmentés, les importations ont

diminué dans des proportions très considérables » (1).

Enfin, parmi les causes qui ont provoqué la diminution de l'encaisse de la Banque de Grèce, il convient aussi de citer la précipitation avec laquelle les banques helléniques, vu la crainte d'une forte dépréciation monétaire, et malgré toutes les restrictions du change, ont remboursé une part considérable des dettes bancaires à court terme qu'elles avaient contractées à l'étranger. Le remboursement de leurs dettes envers l'étranger fut effectué soit par des devises puisées dans leurs disponibilités soit par des devises qu'elles ont achetées à la Banque de Grèce.

La diminution importante de l'encaisse de la Banque de Grèce depuis septembre 1931 jusqu'en avril 1932 apparaît nettement dans le tableau suivant :

	Encaisse en millions de drs	Circulation en millions de drs	Engagements à vue en millions de drs	Envers le total	Envers la circulation
1931 :					
Septembre .	2.355	4.422	635	46 %	53 %
Octobre ...	2.378	4.296	777	46 %	55 %
Novembre .	2.149	3.986	890	44 %	53 %
Décembre .	1.916	4.003	701	40 %	47 %
1932 :					
Janvier	1.641	3.796	585	37 %	43 %
Février	1.352	3.739 (2)	494	31 %	36 %
Mars	1.540	3.908	451	36 %	39 %
Avril (26) ..	1.453	4.067	684	31 %	35 %
Avril (30) ..	702	4.210	864	14 %	18 %

Remarquons cependant qu'en Mars et jusqu'au 26 Avril 1932, le rapport réel entre l'encaisse de la Ban-

(1) V. rapport au Conseil de la S. D. N. sur la situation financière de la Grèce (session extraordinaire tenue à Londres entre le 6 et le 14 juillet 1933) n° officiel : 0387 M. 194, 1933, II A.

(2) C'est le niveau minimum qu'a atteint la circulation en Grèce depuis la stabilisation jusqu'à maintenant.

que et ses engagements à vue et, entre l'encaisse et la circulation, était le suivant :

	Envers le total des engagements	Envers la circulation
Mars	21 %	23 %
Avril	17 %	20 %

Ce rapport réel s'obtient en déduisant du montant de l'encaisse de la Banque, pendant ces deux mois, la valeur des obligations en or de l'Etat hellénique (607 millions de drs), que la Banque fut autorisée, en mars 1932, à compter dans son encaisse (1). Il convient d'indiquer ici quelle fut l'origine de ces obligations en or.

Lors de la création de la Banque de Grèce, parmi les éléments que la Banque Nationale de Grèce lui avait transmis pour constituer son escaisse, figurait une certaine quantité de titres en or de l'Etat hellénique. Le montant en était évalué à 233 millions de drs stabilisées (2). La Banque avait pris l'engagement de vendre ces valeurs sur le marché, le cas échéant, pour se procurer en contre-partie des éléments susceptibles de compter dans son encaisse, conformément à l'article 62 de ses statuts, à savoir, soit de l'or ou des devises étrangères convertibles en or. Mais l'Institut d'émission n'ayant pas effectué cette opération, demeurait possesseur de ces obligations quand le rapport entre son encaisse et le montant de ses engagements à vue vint à fléchir au-dessous du minimum légal. La Banque fut alors autorisée, après avis conforme du Comité financier de la Société des Nations et décision gouvernementale à compter dans son encaisse depuis cette date et à titre défi-

(1) V. le rapport de M. TSOUDEROS pour l'exercice bancaire 1932 p. VIII.

(2) V. l'analyse de ces obligations même rapport p. 11.

nitif, le montant de ces obligations dont la valeur s'élève actuellement à 653 millions de drachmes. Ainsi, les éléments qui composent maintenant l'encaisse de l'Institut d'émission sont : 1° or et devises étrangères ; 2° obligations de l'Etat en or, article 62 des statuts ; 3° autres avoirs en devises étrangères.

Du tableau ci-dessus il ressort que la baisse du rapport entre l'encaisse de la Banque et de ses engagements à vue commença à partir de janvier 1932. La baisse du rapport au-dessous du minimum légal fut, conformément à l'article 63 des statuts de la Banque et après autorisation gouvernementale, reconnue par le décret du 14 janvier 1932, renouvelé tous les quinze jours jusqu'au moment de la suspension officielle de l'étalon-or. Il est à remarquer que le Gouvernement n'a pas demandé à l'Institut d'émission de lui verser la taxe prévue par cet article quand la proportion de l'encaisse aux engagements tombe au-dessous de 40 %.

Une situation aussi précaire avait évidemment ses répercussions sur la valeur de la drachme. Celles-ci s'étaient produites sur le marché clandestin qui, malgré toutes les prohibitions gouvernementales, continuait à fonctionner. Tandis que la Banque, selon la politique monétaire qu'elle suivait d'accord avec le Gouvernement, cotait le dollar à 77 drs, parité de la stabilisation, le prix de cette devise s'était relevé sur ce marché à 86 drs en octobre 1931, à 111 drs en 1932 et à 120 drs en avril 1932, date de la suspension officielle de l'étalon-or. Ainsi, les circonstances obligeaient la Banque de Grèce, dont l'encaisse était presque épuisée, à détacher la drachme de l'or. Le Gouvernement hellénique, changeant alors sa politique monétaire, s'y décida enfin. La mesure qu'il prenait consacrait, du reste, en droit, un état de fait.

§ 2. — *La circulation*
et les prix dans la même période.

Nous avons signalé, dans la première partie (1), que la Banque de Grèce a suivi pendant toute la période de stabilisation une politique plutôt déflationniste. Elle a tenté, en effet, de prévenir les risques résultant d'un accroissement disproportionné de la circulation par rapport à son encaisse. La Banque y resta également fidèle après la crise monétaire de septembre 1931 jusqu'à la suspension officielle de l'étalon-or. Elle la pratiqua même avec plus de rigueur.

La circulation, ainsi qu'il ressort du tableau inséré dans le paragraphe précédent, a constamment diminué de septembre 1931 jusqu'en avril 1932 (2). Cette réduction s'explique principalement par la diminution de l'encaisse qui obligeait l'Institut d'émission à résorber une certaine quantité de billets. En effet, lorsqu'on achète à la Banque d'émission des devises étrangères, on doit en contre-partie lui remettre des billets. Si donc les réserves de la Banque se volatilisent, en revanche, la circulation accuse une diminution correspondante. Evidemment, la diminution importante de la circulation ayant produit un manque d'instruments monétaires sur le marché, entravait beaucoup le commerce et l'industrie qui souffraient déjà de la crise. La Banque pouvait sans doute augmenter la circulation et faciliter ainsi les transactions par un accroissement analogue de ses crédits. Elle n'a pas voulu suivre cette politique. Certes,

(1) V. p. 178.

(2) Ce même phénomène déflationniste s'est manifesté également après la crise monétaire de septembre 1931, dans tous les pays qui ont conservé l'étalon-or ou qui du moins l'ont tenté. Au contraire, dans les pays qui ont suivi l'Angleterre et abandonné l'étalon-or on constate le phénomène inverse, c'est-à-dire une inflation relative. V. ZOLOTAS : *L'étalon-or*, op. cit. p. 239 et suiv.

les crédits qu'elle a octroyés depuis septembre 1931, comparés à ceux qu'elle avait accordés avant la crise monétaire, furent assez accrus. Pourtant, un semblable accroissement ne pouvait contrecarrer la diminution importante de la circulation. Elle laissait donc volontairement décroître la circulation parce qu'elle voulait par ce procédé tenir élevé le pouvoir d'achat de la drachme, c'est-à-dire conserver bas le coût de la vie dans le pays, afin que ceci constitue un frein contre la dépréciation de la drachme sur le marché des changes.

D'ailleurs, par la compression de la circulation, la Banque tendait également vers un autre but. Elle s'efforçait d'empêcher la fuite des capitaux grecs qui s'était fort développée en cette période. Elle cherchait aussi à attirer les capitaux étrangers en obligeant principalement les banques helléniques à rapatrier, dans une certaine mesure, leurs avoirs extérieurs. Voyons si la Banque a obtenu ici les résultats qu'elle prétendait atteindre. Tout d'abord, en ce qui concerne la fuite des capitaux, l'action de l'Institut d'émission s'est révélée impuissante. Elle n'a pu influencer sur les facteurs psychologiques qui commandaient cet exode (1). L'exode s'est donc poursuivi et ni les prohibitions, ni les mesures de contrôle des changes n'ont pu l'arrêter. Une telle expérience prouve que les lois ne peuvent rien contre les facteurs psychologiques. M. Lecatsas, Directeur général de la Banque d'Orient à Athènes, a calculé que, de la demande globale des devises sur le marché clandestin, 60 % étaient employés à acquérir du change étranger pour exporter des capitaux sur les places extérieures. Il va de soi également que la situation monétaire de la Grèce n'incitait nullement les épargnants à rapatrier leurs avoirs. Or, sur ces deux points, les résultats de la

(1) De même fut négative aussi l'élévation de son taux d'escompte de 9 % à 12 %.

politique poursuivie par la Banque sont restés absolument négatifs.

Quant à l'autre but de cette politique déflationniste, qui avait trait au maintien, dans la mesure du possible, du pouvoir d'achat intérieur de la drachme, la Banque a obtenu un meilleur succès. Voici les chiffres relatifs à l'évolution du niveau général des prix en Grèce pendant cette période, c'est-à-dire de septembre 1931 à avril 1932 :

	Indice général des prix de gros donné par le C.S.E.	Indice du coût de la vie donné par la statistique générale de Grèce
1931 :		
Septembre ..	1516	1623
Octobre	1564	1641
Novembre ..	1553	1647
Décembre ...	1516	1646
1932 :		
Janvier	1472	1643
Février	1478	1631
Mars	1568	1657
Avril	1689	1697

Ainsi qu'il ressort de ce tableau, les nombres indices pendant cette période sont restés, sauf les mouvements cycliques, plus ou moins stationnaires, en dépit de la hausse importante du change qui se produisit sur le marché libre dès le début de la crise monétaire. La hausse brusque de l'indice des prix de gros, qui se manifeste au mois d'avril, doit être attribuée à la suspension officielle de l'étalon-or et au changement de la politique monétaire décidé par le Gouvernement et la Banque. La quasi-stabilité du niveau général des prix en

Grèce, pendant ces huit mois, était due aussi en grande partie à la conduite adoptée par les Pouvoirs publics et l'Institut d'émission.

En conservant l'étalon-or, la Banque cédait des devises aux importateurs grecs conformément à la réglementation des paiements extérieurs de produits importés, toujours demeurée en vigueur. Elle les leur vendait au cours de stabilisation, à savoir : 77 drs le dollar alors que son prix sur le marché libre était 100, et plus tard 125 drs. Ainsi la hausse des changes sur le marché libre n'a pas influencé sur le coût des produits étrangers puisque les importateurs grecs, en s'adressant à la Banque, pouvaient obtenir du change au prix de stabilisation. D'ailleurs, pour que la dépréciation monétaire donne naissance dans un pays à une hausse de prix, il faut qu'il se produise soit une restriction des quantités de marchandises offertes, soit que les courbes de demandes suivent une marche ascendante, ou bien que les revenus individuels s'accroissent (1). En Grèce, pendant cette période, ces diverses conditions firent à peu près défaut : pas de hausse officielle des changes, étant donné le maintien nominal de l'étalon-or; pas de restriction des quantités de marchandises offertes, car, nous l'avons précédemment remarqué, les importateurs grecs redoutant une augmentation des prix, s'étaient hâtés de constituer des stocks ; enfin, pas d'augmentation des revenus privés, eu égard à la crise et à la déflation mo-

(1) V. Professeur APTALION, *Monnaie, prix et changes*, op. cit., p. 149 et 152. Le Professeur APTALION mentionne cinq catégories de revenus dont l'accroissement en période de dépréciation monétaire déclenche les mouvements de hausse de prix. Ces revenus sont les suivants : 1° Ceux des importateurs à raison des marchandises acquises et payées avant la progression du change ; 2° les revenus — en monnaie nationale — des détenteurs de titres étrangers ; 3° les revenus — en monnaie nationale — des étrangers résidant habituellement dans le pays et tirant les revenus de leur propre patrie ; 4° les revenus des exportateurs.

nétaire, et au fait que toutes les personnes qui recevaient des devises étrangères de quelque source que ce fut, ne pouvaient bénéficier de la dépréciation de la drachme, en les cédant sur le marché libre parce que, obligatoirement, la Banque les achetait au cours de stabilisation. Ce sont là quelques explications que l'on peut donner concernant la stabilité des prix en Grèce, pendant cette période, en dépit de la très importante dépréciation que la drachme avait subie sur le marché libre des changes.

Après ces constatations relatives à l'évolution de l'encaisse de la Banque de Grèce, à l'évolution de la circulation et à celle des prix pendant la période du maintien nominal de l'étalon-or, voyons maintenant quelle fut la politique de la Banque en ce qui concerne la défense de son encaisse par le taux d'escompte.

§ 3. — *Le taux d'escompte de la Banque de Grèce et la crise.*

Si le taux d'escompte de la Banque de Grèce avant la crise monétaire n'avait pas varié pendant près de trois années successives, au contraire, après la crise monétaire, les changements en furent fréquents. Dès le début de la crise monétaire, la Banque, on se le rappelle, a immédiatement élevé le taux de son escompte de 9 % à 12 %. Pourtant, ce niveau ne fut pas maintenu fort longtemps; le 29 octobre 1931, il fut abaissé à 11 %, pour s'élever de nouveau à 12 %, le 12 janvier 1932. Ce fut pour quelques jours seulement, car le 20 février 1932, il se réduisit à 11 %, niveau auquel il demeura jusqu'à la suspension officielle de l'étalon-or. A partir de cette date — avril 1932 — le taux d'escompte de la Banque de Grèce diminua progressivement : 10 % le 8 août 1932, 9 % le 3 décembre 1932, 7 1/2 % le 6 juin 1933, enfin 7 % en octobre 1933, niveau auquel il est maintenant fixé. Quels

motifs justifiaient de si fréquentes variations ? Est-ce la défense de l'encaisse de la Banque de Grèce ? N'est-ce pas plutôt le besoin de diriger le marché monétaire ? C'est à ces questions que nous entendons consacrer les développements qui vont suivre.

Nous avons déjà vu que la Banque de Grèce, au lendemain de la chute de la livre-sterling, pour protéger son encaisse éleva le taux de son escompte de 9 % à 12 %. Une telle mesure demeura pourtant sans portée, étant donné la situation monétaire du moment. Certes, le taux d'escompte est incapable en Grèce de jouer pleinement son rôle, à savoir : d'attirer les capitaux étrangers ou d'interdire l'évasion des avoirs nationaux (1). Mais à ce motif d'ordre général, s'ajoutait un autre spécial à la période que nous étudions. Quand des perturbations monétaires provoquent la fuite de capitaux indigènes, redoutant une dépréciation monétaire qui les amputerait peut-être de 20, 30 ou même 50 % — telle que fut la baisse de la drachme — il est puéril d'espérer les retenir en leur proposant une rémunération, de 2, 3 ou 4 % supérieure à celle qu'ils pourraient trouver ailleurs. Ainsi, quoi que la Banque de Grèce ait élevé le taux de son escompte de 9 à 12 %, la diminution de son encaisse ne s'est guère arrêtée. La Banque n'a pas tardé à se rendre compte que sa politique ne convenait plus aux circonstances. Elle l'a alors modifiée. C'est moins la défense de son encaisse que les besoins de crédit et les nécessités monétaires qui commandent dorénavant les variations du taux de l'escompte. A partir du début de 1932, l'Institut d'émission put, eu égard à la situation des autres Banques privées, devenir l'organisme régulateur suprême dans le pays. Les Banques furent aux prises, dès les premiers jours de la crise moné-

(1) V. page 87.

taire, avec d'importants retraits de leurs dépôts. De plus, ainsi qu'il advient en période de crise, elles éprouvaient de sérieuses difficultés pour réaliser les principaux postes de leur actif, ce qui était indispensable pour faire face aux demandes de remboursement. Elles s'adressèrent donc à la Banque de Grèce pour obtenir des crédits. En même temps, elles liquidèrent également leurs avoirs en devises étrangères en les convertissant en drachmes. Ces opérations permirent aux banques, jusqu'en décembre 1931, de limiter au minimum l'appel au concours de la Banque de Grèce. Mais dès janvier 1932, — c'est précisément à partir de cette date que la Banque de Grèce commence de jouer son rôle de banque centrale — le retrait des dépôts dans les banques privées se développa selon un rythme inquiétant. Par ailleurs, leurs disponibilités en devises avaient atteint un niveau si bas qu'elles ne pouvaient être diminuées davantage. Le seul moyen qui restait alors aux banques privées pour faire face à leur situation difficile était le recours à la Banque de Grèce. Elles s'adressèrent donc à elle, soit pour réescompter leur portefeuille commercial, soit pour obtenir des crédits. En outre, le commerce et l'industrie, vu la situation difficile des banques privées, firent eux-mêmes appel à la Banque de Grèce. C'est exactement l'inverse de ce qui avait lieu avant la crise monétaire (1). La Banque de Grèce, devant cette situation, n'a pas voulu s'opposer à un certain accroissement de ses crédits. Ainsi le total de ceux-ci, de 553 millions de drs en septembre 1931, passent à 1.279 millions en avril 1932, soit une augmentation de 726 millions de drs. Notons cependant que cette augmentation ne fut pas excessive. En effet, elle n'a pas pu contrecarrer la réduction de la

(1) V. *Bulletin de la Banque de Grèce*, n° 4 (28) 1932 p. 78.

circulation consécutive à la diminution de l'encaisse de la Banque.

Après la suspension de l'étalon-or, la Banque de Grèce a orienté sa politique d'escompte plutôt vers des fins intéressant le crédit intérieur du pays. Elle la modifie, non d'après les mouvements de son encaisse, mais surtout d'après l'évolution des conditions économiques du marché monétaire. Une amélioration progressive de ce dernier, manifestée à partir de juin 1932 (1), a incité l'Institut d'émission à abaisser son taux d'escompte de 11 % à 10 %, puis à 9 %, ensuite à 7 1/2 % et finalement à 7 %, niveau auquel il est actuellement fixé (2).

Ces diverses variations ont eu nécessairement une influence positive en général sur le taux de l'intérêt hellénique. Les banques privées s'y conformèrent en l'abaissant également. C'est là un indice caractéristique, à l'inverse de ce qui existait auparavant, du rôle croissant que l'Institut d'émission hellénique joue depuis la crise sur le marché monétaire.

(1) V. *Bulletin de la Banque de Grèce*, n° 5 (35) 1933 p. 145.

(2) Les taux pratiqués actuellement en Grèce sont les suivants : Le taux d'intérêt légal est de 9 %. Le taux de Caisse d'Épargne varie entre 2 1/2 et 3 1/2 %. Le taux des dépôts à vue est de 1 1/2 à 2 1/2 % et celui des dépôts à terme jusqu'à 6 mois est de 2 1/2 à 3 1/2 %.

CHAPITRE III

LA CRISE MONÉTAIRE ET LES FINANCES PUBLIQUES HELLÉNIQUES

Si les quatre exercices financiers, pendant lesquels la drachme est demeurée stable, à savoir, du 1^{er} avril 1927 au 31 mars 1931, favorisés par la rentrée régulière des recettes fiscales, se soldèrent par des excédents fort importants, au contraire, l'exercice du 1^{er} avril-31 mars 1932, consécutif à la crise monétaire a été marqué par des événements d'une gravité tout exceptionnelle. Ceux-ci ont défavorablement influé sur les recettes et sérieusement compromis l'équilibre du budget. Les principaux de ces événements furent :

1° La crise monétaire et les mesures restrictives que le Gouvernement hellénique a cru devoir prendre pour sauvegarder la stabilité de la drachme. Par suite de ces deux facteurs, les recettes publiques fléchirent, étant donné la diminution corrélative du rendement des impôts tant directs qu'indirects, des droits de douane, des taxes sur la consommation du tabac et de l'alcool, des droits de timbre, des revenus affectés, etc... La diminution de ces impositions a dépassé de beaucoup les prévisions les plus pessimistes.

2° La suspension des dettes inter-gouvernementales. On sait qu'après l'aggravation de la crise économique et monétaire dans les pays de l'Europe Centrale, le Président Hoover, afin d'éviter une catastrophe monétaire,

principalement en Allemagne, proposa le 20 juin 1931, un moratoire de toutes les dettes dites inter-gouvernementales. Ce régime a privé la Grèce d'une recette importante. En vertu des accords de La Haye de 1929-1930, la Grèce recevait au titre de réparations une somme supérieure au service de ses emprunts de guerre. Avant les deux conférences de La Haye, malgré le principe selon lequel la part des pays vainqueurs dans le total des réparations devait être telle qu'elle puisse les couvrir de leurs dettes de guerre, la Grèce payait plus pour le service de ses emprunts de guerre qu'elle ne recevait à titre de réparations. Après les conférences de La Haye, qui ratifièrent le plan Young (1), les justes revendications helléniques obtinrent satisfaction. Présentées avec habileté et persuasion par M. Venizelos, qui représentait son pays comme premier délégué, et soutenues par les grandes puissances, elles furent exaucées. La Grèce reçut non seulement les sommes nécessaires au service de ses emprunts de guerre, mais encore un solde positif de 250 millions de drs stabilisées (2).

Ainsi, avant le moratoire Hoover et en vertu des accords de La Haye, la Grèce recevait annuellement sur les réparations 396 millions de drs, dont 153 millions étaient affectés au service des dettes de guerre envers l'Angleterre, la France et l'Amérique. Il lui restait donc 243 millions de drs constituant une recette budgétaire extraordinaire. A la suite du moratoire Hoover, non seulement elle perdait cette somme, mais en plus, devait faire face au service de ses engagements de guerre non compris dans les accords de La Haye.

Après de laborieuses négociations, le moratoire

(1) V. pour la Conférence de la Haye le plan Young, M. André PÉRY, professeur à la Faculté de Droit de Grenoble. *Le plan Young*, Paris 1930.

(2) V. le discours de M. VENIZELOS à la Chambre des Députés, séance du 27-1 1930.

Hoover fut, en ce qui concerne la Grèce, appliqué également aux dettes suivantes considérées comme emprunts de guerre, à savoir : l'emprunt Cafandaris-Mollof, résultant des échanges des populations gréco-bulgares, l'emprunt de 12 millions de dollars consenti en 1928 par le Gouvernement américain au Gouvernement hellénique en contre-partie de la renonciation de celui-ci au solde des crédits octroyés par l'Amérique pendant la guerre, la dette envers le Canada relative à des achats à crédit du blé en 1919-1920, enfin l'emprunt de l'Indépendance de 1833. Ainsi, par cet accord, la perte de la Grèce fut réduite à 60 millions de drs. Le moratoire Hoover, dont la durée était limitée à un an, fut prolongé par la Conférence de Lausanne jusqu'au règlement définitif des dettes gouvernementales.

3° Le dégrèvement des trois quarts de la taxe sur l'alimentation en eau, des villes d'Athènes et du Pirée, que vota la Chambre dans le budget de 1931-1932.

L'ensemble de ces facteurs, et principalement le premier, l'aggravation de la crise, diminuèrent les recettes du budget de 1931-1932 d'une façon très sensible. La réduction s'éleva à 800 millions de drs environ. Par conséquent ce budget, au lieu de se clôturer en équilibre, ainsi qu'il fut prévu à l'époque de son élaboration, s'est soldé par un déficit qui aurait été considérable si le Gouvernement n'avait pas prescrit de sévères compressions de dépenses. Le déficit de ce budget a finalement atteint 150 millions de drs : il fut couvert par les excédents des exercices précédents (9.689 millions de recettes contre 9.539 millions de dépenses) (1). En effet, le Gouvernement fort

(1) V. le rapport de M. MANTZAVINOS, présenté au Comité Financier de la S.D.N. le 17-1-1933. Egalement sur l'exécution du budget 1931-1932, le rapport de M. le Professeur VARVARESSOS alors Ministre des Finances, présenté à la Chambre des Députés pendant la séance du 20 mai 1932.

heureusement en avait affecté une partie à un crédit pour dépenses imprévues destinées à parer à toute éventualité. C'est sur ces fonds de réserves que le Gouvernement a comblé le déficit de cet exercice financier.

Mais si la moins-value encore assez faible pour le budget de 1931-1932 pût être amortie au moyen des disponibilités du fonds de réserves, l'on ne pouvait plus compter sur de telles ressources et les prévisions pour le budget 1932-1933, c'est-à-dire pour le premier budget de la crise monétaire, se présentaient au moment de son élaboration sous un jour fort pessimiste. Lors de sa préparation, en décembre 1931, — le budget qui commence le 1^{er} avril est établi et voté pendant les quatre derniers mois de l'exercice en cours — l'on estimait qu'en raison de l'aggravation de la crise monétaire, celui-ci ne pourrait être présenté en équilibre si de sévères mesures d'exception ne rétablissaient pas un équilibre sans lequel la stabilité de la drachme ne pouvait être maintenue. Selon les prévisions relatives à cet exercice, l'on ne devait compter pendant cinq ans sur des recettes supérieures, à 8.000 millions de drs environ. La moins-value par rapport au budget précédent aurait donc atteint 1.800 millions de drs environ. On redoutait même qu'elles ne diminuassent parallèlement à l'aggravation de la crise monétaire (1). Dès lors, il importait de réduire les dépenses de 1932-1933, à la mesure des recettes fiscales. Il était en effet impossible d'augmenter celles-ci car la charge supportée par le contribuable l'écrasait déjà.

La crise monétaire créait donc une situation périlleuse pour les finances publiques. De plus, le problème des transferts afférents à la Dette extérieure se posait à l'état

(1) V. sur la situation financière de la Grèce telle qu'elle se présentait après la crise monétaire, quatre articles de M. le Professeur ANDRÉADÈS, intitulés *Le problème financier*, publiés en novembre 1932 sur le quotidien *Estia*.

aigu et il était en outre nécessaire de se procurer des ressources permettant d'achever les travaux productifs de la Macédoine. Avec la chute de la livre-sterling et la fermeture du marché de Londres, tout espoir d'aide extérieure s'était évanoui. Deux questions se posèrent alors : Comment le Gouvernement hellénique obtiendrait-il des devises nécessaires pour transférer les sommes afférentes au service de la Dette publique extérieure — étant donné que l'encaisse de la Banque de Grèce tôt ou tard serait épuisée — et comment le Gouvernement se procurerait-il le moyen de continuer et d'achever les travaux productifs ?

Voyons alors par quels procédés le Gouvernement hellénique a tenté de résoudre ces trois problèmes, c'est-à-dire : 1° supprimer l'énorme déficit du budget 1932-1933 ; 2° assurer les transferts ; 3° financer l'exécution des travaux productifs.

§ 1. — *Le plan de renforcement financier et monétaire élaboré par le Gouvernement hellénique et son recours à la Société des Nations.*

Le Gouvernement hellénique, après un examen approfondi de la situation, ci-dessus esquissée, a élaboré un plan par lequel il espérait pallier à la triple difficulté qu'il rencontrait. Voici les principaux points de ce plan :

1° *Renforcement financier.* — Nous avons vu que le déficit du budget 1932-1933 s'élèverait d'après les prévisions à 1.800 millions de drs. Ce déficit fut pourtant réduit à 1.300 millions de drs par de rigoureuses économies (1). Le montant de celles-ci s'éleva à 500 millions de drachmes. Pour supprimer le reliquat

(1) Au nombre de ces économies il faut citer en particulier la réduction de 6 % sur les traitements des fonctionnaires appliquée à partir du 1^{er} janvier 1932.

du déficit, soit 1.300 millions, le plan du Gouvernement proposait : a) la suspension pendant 5 ans de l'amortissement de la Dette extérieure, soit une économie annuelle de 400 millions de drs; b) la suspension de l'amortissement de la dette gouvernementale envers la Banque de Grèce et envers la Banque Nationale, prévu par le Protocole de Genève, ce qui diminuerait le déficit de 300 millions de drs par an ; c) l'aménagement de toutes les dettes intérieures de l'Etat en vue d'une consolidation éventuelle, soit une économie de 500 millions de drs par an. L'ensemble de ces mesures, si elles s'appliquaient, effacerait le déficit ci-dessus et rétablirait ainsi l'équilibre budgétaire.

2° *Renforcement monétaire.* — Pour le service de la Dette extérieure et le financement des travaux productifs, le plan gouvernemental prévoyait une aide extérieure. En effet, le fléchissement des réserves de l'Institut d'émission et la diminution des postes actifs de la Balance des comptes, ne laissait plus à la Grèce un solde de devises suffisant pour assurer par ses seules forces le service de sa Dette extérieure. Le Gouvernement hellénique désirait que ce concours intervient sous forme d'emprunt à long terme au moins égal à 10 millions de livres-sterling. Le produit en aurait été affecté d'une part, au financement des travaux productifs et, d'autre part, au transfert des intérêts afférents à la Dette extérieure.

Par ce plan, le Gouvernement estimait que non seulement il résoudrait ces trois problèmes, mais encore qu'il éviterait une baisse catastrophique de la drachme sur le marché des changes.

L'application de ce programme (surtout en ce qui concerne le renforcement monétaire) dépendait principalement du concours que lui consentiraient les puissances étrangères. D'ailleurs, certaines dispositions de

ce plan ne pouvaient être exécutées sans être préalablement approuvées, soit par le Contrôle financier International — telle la suspension de l'amortissement de la Dette soumise au Contrôle — soit par la Société des Nations — telle la suspension de l'amortissement de la dette gouvernementale envers les deux banques, conformément aux dispositions du Protocole de Genève de 1927.

Ainsi, le Gouvernement hellénique consulta tout d'abord les représentants des trois grandes puissances qui composent à Athènes le Contrôle Financier International, savoir : l'Angleterre, la France et l'Italie. Puis, M. Venizelos, alors Président du Conseil, se rendit à Paris et à Londres pour exposer aux Gouvernements français et britannique la situation critique de la Grèce et pour solliciter leur aide financière. Ensuite, le Président du Conseil hellénique s'adressa à la Société des Nations et pria le Conseil de charger le Comité Financier de choisir en toute indépendance un expert compétent qui se rendrait en Grèce et étudierait la déplorable situation économique et monétaire du pays, afin de communiquer ses observations au Comité Financier. Le Conseil de la Société des Nations accepta la proposition de M. Venizelos, d'autant plus que la restauration financière et monétaire de la Grèce avait été entreprise en 1928 sous les auspices de la Société des Nations, et chargea le Comité Financier de désigner l'expert.

En présence d'une situation troublée, le pays ne pouvait que recourir encore à la haute institution de Genève pour solliciter son intervention afin qu'elle puisse par sa haute autorité obtenir l'aide financière demandée. Le Comité Financier désigna comme expert l'un des directeurs de la Banque d'Angleterre, Sir Otto Niemeyer qui, après un examen approfondi de la si-

tuation financière et monétaire de la Grèce, a soumis son rapport au Comité Financier de la Société des Nations réuni à Paris, en sa quarante-cinquième session, des 3 au 24 mars 1932. Il est à remarquer que le Comité Financier dans cette session n'avait pas à s'occuper seulement de la situation monétaire et économique de la Grèce, mais aussi de celle de trois autres pays, savoir : l'Autriche, la Hongrie et la Bulgarie, qui, se trouvant dans les mêmes conditions, que la Grèce, avaient aussi fait appel à la Société des Nations.

La situation de la Grèce fut examinée par le Comité pendant la séance du 10 mars 1932, en présence de trois représentants du Gouvernement hellénique, du Ministre des Finances, M. Maris, du Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Tsouderos, et du Directeur de la Comptabilité Publique, M. Mantzavinos, lesquels ont exposé et soutenu le plan gouvernemental ci-dessus mentionné.

Le Comité, après avoir minutieusement examiné la situation de ces quatre pays, rédigea son rapport et le transmit au Conseil de la Société des Nations. Voici comment s'exprimait le Comité à l'égard de la situation de ces pays : « Quelles que soient les erreurs que l'on puisse relever dans la pratique budgétaire ou la politique d'emprunt, les difficultés auxquelles ces pays ont à faire face ont été surtout provoquées par des causes mondiales sur lesquelles ils n'ont que peu d'action ». Particulièrement en ce qui concerne la crise hellénique, le Comité formulait, à l'intention de la Grèce, les recommandations suivantes : « 1° Le Comité ne croit pas que dans la situation actuelle, le Gouvernement hellénique puisse continuer à transférer intégralement le service de sa Dette extérieure ; bien qu'il ait pleinement conscience de la gravité de cette proposition et du dommage qu'elle causera forcément au crédit de la

Grèce, il croit devoir recommander que la Commission Financière du Contrôle International soit autorisée à accepter de suspendre pour la période d'une année — et non pour cinq, ainsi que le plan gouvernemental le prévoyait — le transfert de l'amortissement des emprunts grecs, soumis à son contrôle et que des mesures analogues soient appliquées aux emprunts extérieurs grecs qui ne relèvent pas de la Commission du Contrôle International. Pourtant le Comité estime que la somme ainsi libérée doit être déposée à la Banque de Grèce et y être bloquée au compte des créanciers de la Grèce.

2° La suspension du paiement annuel de 300 millions de drachmes au titre de l'amortissement de la dette envers la Banque de Grèce, et la Banque Nationale de Grèce déroge aux arrangements prévus par le Protocole de Genève ; toutefois, le Comité Financier ne ferait pas d'objection à la suspension de ce versement, pour une période d'une année, sous réserve de l'application de certaines autres mesures qu'il a discutées avec le Gouvernement hellénique (1).

3° Pour les travaux productifs, le Comité recommande qu'en l'absence d'emprunts extérieurs, qui évidemment ne peuvent être facilement contractés, les dépenses de ceux-ci soient temporairement réduites au minimum compatible avec la sauvegarde des travaux déjà effectués. Ces dépenses ne doivent en aucun cas, dépasser la somme qui serait libérée en vertu de la première recommandation, c'est-à-dire 430 millions de drs par an. Si à une date ultérieure, un emprunt extérieur apporte

(1) Parmi celles-ci, les plus importantes étaient les suivantes : a) les clauses relatives à la composition de la couverture de la Banque de Grèce ; b) certaines autres modifications de détail concernant les dispositions administratives des statuts de la Banque de Grèce ; c) maintien de la Banque de Grèce et renforcement de son autorité en tant que Banque Centrale du pays.

de nouvelles ressources à cette fin, la question pourra faire l'objet d'un nouvel examen.

4° Pour la question budgétaire, le Comité reconnaît pleinement les efforts du Gouvernement hellénique pour équilibrer le budget. Il approuve les économies considérables déjà proposées et les lourds sacrifices demandés aux porteurs de ses emprunts intérieurs. Il estime que l'équilibre budgétaire doit être total et rester à l'abri de tout danger.

5° Le transfert est le problème le plus important. Le Comité a été informé que des mesures ont été prises en Grèce pour réduire et contrôler les importations. Les propositions relatives à l'amortissement de la dette extérieure apporteraient évidemment de nouveaux allègements. Le Comité indique en outre, qu'il faut réduire les dépenses engagées par le Gouvernement à l'étranger pour d'autres fins que pour le service de la Dette ; en 1931, celles-ci ont atteint le chiffre très élevé de 2.025 millions de liv.-stg (1). Le Comité estime que toutes ces mesures rigoureusement appliquées amélioreraient suffisamment le change hellénique pour permettre de continuer le transfert. Il pense toutefois, que même dans cette hypothèse, la question des transferts demeurera délicate et qu'il importera d'accroître les réserves de devises. Le Comité considère donc que la Grèce doit être soumise au plan général qu'il a proposé au début de son rapport (2), savoir la conclusion d'emprunts qui doi-

(1) Ces dépenses avaient trait surtout au matériel de guerre. Après la crise monétaire, elles furent réduites au strict minimum.

(2) Les dispositions concernant le plan général du Comité étaient celles relatives aux garanties que les pays en question devaient fournir pour l'émission d'un emprunt international que le Comité recommandait pour eux. La durée de l'emprunt ne devait pas dépasser trois à cinq ans et il devait être remboursé par un autre emprunt à long terme que les pays intéressés auraient conclu eux seuls sur les marchés internationaux aussitôt qu'une amélioration de la situation le leur permettrait.

vent être émis sous les auspices de la Société des Nations. Si la Grèce pouvait, ainsi obtenir à brève échéance, une somme de 10 millions de dollars, cet apport d'argent frais contribuerait beaucoup à rassurer l'opinion publique sur l'avenir de sa monnaie. En outre, la Grèce aurait la faculté de poursuivre les travaux productifs. »

Ainsi les recommandations du Comité Financier de la Société des Nations, bien qu'inspirées des mêmes préoccupations, ne correspondaient pas exactement au plan présenté par le Gouvernement hellénique. Tout d'abord, ce dernier proposait de suspendre l'amortissement pendant une période de cinq ans, alors que le Comité limitait une telle mesure à une durée d'un an. De plus, les 430 millions libérés de ce chef, devaient être déposés par le Gouvernement à un compte bloqué à la Banque de Grèce. Enfin, les divergences sur les conditions du redressement monétaire étaient plus graves encore. Tandis que le Gouvernement hellénique sollicitait un emprunt à long terme de 50 millions de dollars, afin de transférer les sommes nécessaires au service de sa Dette extérieure et de terminer les travaux productifs, le Comité conseillait de négocier un emprunt à court terme, de 10 millions de dollars, afin que le pays puisse faire face aux besoins urgents d'une situation critique. En somme, tandis que le Gouvernement proposait un règlement définitif de la situation, le Comité se prononçait au contraire en faveur d'un palliatif.

Le Gouvernement grec, après avoir pesé le pour et le contre, décida de persévérer dans la voie qu'il avait choisie, c'est-à-dire de maintenir l'étalon-or malgré la diminution inquiétante de l'encaisse de la Banque de Grèce. Il espérait que ses demandes trouveraient meilleur accueil auprès du Conseil de la Société des Nations qui devait se réunir à Genève en avril 1932, afin

d'examiner le rapport du Comité Financier sur les quatre pays qui avaient fait appel à son concours.

M. Venizelos tint alors à représenter personnellement son pays devant le Conseil. La situation de la Grèce fut examinée par le Conseil pendant sa séance du 15 avril 1932, sous la présidence de M. Paul-Boncour, délégué de la France. Après lecture du rapport du Comité Financier par son représentant, M. Kempner, M. Venizelos exposa les très graves conséquences de la crise économique et monétaire en Grèce et les mesures prises par son Gouvernement, dès septembre 1931, pour sauvegarder la monnaie et le crédit national. Mais les sacrifices demandés aux contribuables et aux porteurs d'emprunts intérieurs, étaient insuffisants, déclarait-il, pour faire face à la situation actuelle. En particulier, ils ne permettaient plus d'effectuer les transferts, car la couverture de l'Institut d'émission hellénique était réduite au minimum indispensable pour assurer l'importation des denrées alimentaires de première nécessité. Aussi la Grèce s'est-elle adressée à la Société des Nations. Elle lui a demandé son appui moral et son patronage pour émettre un emprunt de 50 millions de dollars garanti par les trois grandes puissances : l'Angleterre, la France et l'Italie. Examinant ensuite le rapport du Comité, M. Venizelos déclara que si le Gouvernement hellénique approuvait pleinement les diagnostics du Comité Financier, il exprimait pourtant certaines réserves sur le traitement provisoire. Il rappela que la Grèce avait sollicité la suspension de l'amortissement de la Dette publique pendant cinq ans et l'octroi d'un emprunt de 50 millions de dollars à contracter en cinq ans, afin qu'elle puisse continuer les transferts des sommes pour le service de la Dette extérieure, terminer et mettre en valeur les grands travaux productifs. Finalement, M. Venizelos, après avoir constaté que le Conseil ne

pourrait pas prendre de décisions avant sa session du mois suivant, a expliqué qu'avant cette date il faudrait déposer devant le Parlement hellénique le budget de l'exercice commencé le 1^{er} avril et payer les coupons à échéance le 1^{er} mai. Une telle situation obligeait le Gouvernement à n'inscrire au budget de l'année en cours — c'est-à-dire au budget 1932-33 — aucun crédit afférent à l'amortissement de la Dette publique. De plus, l'état précaire de l'encaisse de la Banque le contraignait à suspendre le transfert des sommes nécessaires pour payer les coupons du 1^{er} mai. Celles-ci seraient déposées à la Banque de Grèce, en compte bloqué.

Pourtant, M. Venizelos exprimait l'espoir que de semblables mesures ne seraient que provisoires ? Le concours que lui prêterait le Conseil de la Société des Nations au cours de sa prochaine session aiderait la Grèce non seulement à transférer les intérêts de sa dette extérieure, mais aussi à poursuivre l'achèvement des grands travaux productifs.

Malheureusement, l'aide financière sollicitée par la Grèce ne fut jamais accordée. Nous verrons ci-après comment le pays a fait face par ses seules forces aux nombreux problèmes économiques et monétaires que posa l'inexécution du plan élaboré par le Gouvernement hellénique. Pour terminer, mentionnons que le Conseil après le discours de M. Venizelos, a ensuite pris acte des avis du Comité Financier et du représentant du Conseil hellénique sur les possibilités des transferts de la Grèce. Il se borna à observer que les porteurs étrangers étaient seuls qualifiés pour discuter avec le Gouvernement hellénique et ratifier les transactions et les atténuations imposées par les difficultés présentes. Nous verrons plus tard comment le Gouvernement hellénique a conclu avec ses créanciers un règlement provisoire de sa Dette extérieure.

CHAPITRE IV

LES CONSÉQUENCES DE LA CRISE MONÉTAIRE

§ 1. — *La suspension partielle du service de la Dette publique et le moratoire des dettes privées.*

A) *Dette publique.* — Conformément à la déclaration du Président du Conseil hellénique devant le Conseil de la Société des Nations, la Grèce, par suite de la diminution accentuée de ses recettes budgétaires et de la pénurie des devises étrangères, conséquence néfaste de la crise monétaire, fut contrainte de suspendre partiellement le service de sa Dette publique, tant intérieure qu'extérieure. Elle n'inscrivit donc au budget de l'exercice 1^{er} avril 1932 - 31 mars 1933, qu'une somme globale de 1.463 millions de drs pour l'ensemble de sa dette.

Avant d'examiner selon quelles modalités fut suspendu le service des emprunts grecs, précisons d'abord quelle était l'importance de sa dette publique et quelles sommes eussent été nécessaires pour en assurer le service.

La Dette publique hellénique, sauf les emprunts de guerre, pour lesquels avait été institué un moratoire à la suite de la proposition du Président Hoover, représentait en avril 1932 le total suivant :

1° Emprunts en devises étrangères et en or :

En francs-or	959.737.861
En livres-sterling	19.246.624

En dollars	47.123.200
En francs-français	137.022.500
En livres-turques	356.000
2° Emprunts en drachmes	5.957.914.970
3° Avances à l'Etat hellénique en devises étrangères :	
En dollars	7.500.000
En livres-anglaises	900.000
4° Dette flottante (Bons du Trésor) en drachmes	157.500.000
5° Dette de l'Etat envers la Banque de Grèce et la Banque Nationale de Grèce	3.672.385.685
6° Emprunts résultant de l'échange des populations :	
Capital global en drachmes	4.488.985.000

Si l'on convertit toutes ces sommes en drachmes stabilisées, la Dette publique hellénique s'élevait donc en avril 1932 à 47.511.641.509 ou en frs-or 3.667.442.766. Le service annuel de cette somme exigeait 3.496.809.588 drs dont environ 1.900 millions de drs pour la dette extérieure et le reste pour les emprunts intérieurs. Si cette somme de 3.496.809.588 avait été inscrite en totalité au budget de 1932-33, elle aurait absorbé 41 % des recettes puisque celles-ci ne dépasseraient pas, selon les prévisions les plus optimistes, 8.500 millions de drs. Il va de soi qu'une baisse éventuelle de la valeur de la drachme aurait augmenté d'autant la charge de la Dette publique extérieure. Ainsi l'on pouvait redouter, sans être taxé de pessimisme excessif, que le service de la Dette publique, s'il n'était pas partiellement suspendu, n'absorba moins de 60 % des ressources budgétaires. En outre, le transfert à l'étranger du total des devises afférentes au service de la Dette extérieure aurait beaucoup accru le passif de la balance des comptes déjà fort déficitaire, d'autant plus qu'aucun apport de capitaux étrangers ne couvrirait dorénavant ce déficit comme cela avait lieu jusqu'alors.

Certes, la question des transferts n'est pas neuve : elle se posa, en effet, au lendemain de la guerre au sujet des réparations (1). S'il est reconnu qu'un pays ne peut pas, en dernière analyse, acquitter ses dettes autrement que par ses exportations ou par ses services, comment une nation débitrice peut-elle exécuter intégralement ses engagements si une crise économique aiguë à laquelle vient se juxtaposer une crise monétaire, diminue très sensiblement les recettes budgétaires et l'actif de la balance des comptes ou entrave enfin les mouvements des capitaux ? Tous les pays qui furent les plus atteints par les difficultés actuelles, ne purent faire face intégralement à leurs obligations. Tel fut le cas de l'Allemagne, de l'Autriche, de la Hongrie, de la Bulgarie, de la Yougoslavie et de la Roumanie. Tous suspendirent plus ou moins le service de leurs dettes extérieures. Certes, la responsabilité en incombe également aux fautes commises par ces Etats dans la gestion de leurs finances publiques ou dans leur politique monétaire. Quoiqu'il en soit, le fait est qu'ils furent incapables de faire face à leurs engagements.

Le Gouvernement hellénique à son tour, vu l'irréalisation de son plan et mû par une impérieuse nécessité, édicta alors les mesures ci-après (2) :

1° Il suspendit l'amortissement de sa Dette publique tant intérieure qu'extérieure, pour l'année 1932-33, avec la faculté d'étendre le moratoire également aux exercices budgétaires postérieurs.

2° Il suspendit le service de la Dette de l'Etat envers

(1) V. P. REBOUD : *Précis d'économie politique*, tome II, 1^{er} fascicule, p. 245 et suiv. Jacques RUEFF : *Une erreur économique, L'Organisation des transferts*, Paris, 1928. Les articles de M. le Procureur AFTALION dans *l'Information financière*, et notamment 5 juin 1929. Professeur Charles RIST : *Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires*, Paris, 1933, p. 453 et suiv.

(2) Ces mesures furent approuvées par la loi 5.456 du 5 mai 1932.

la Banque de Grèce et la Banque Nationale de Grèce tel que l'avait organisé le Protocole de Genève de 1927 (1).

3° Il inscrivit au budget 1932-33, une somme globale de 770.112.356 drs, destinée à être affectée au service des intérêts des emprunts extérieurs.

4° Il cessa provisoirement de transférer les intérêts de la Dette extérieure, en déposant la valeur en compte bloqué à la Banque de Grèce au fur et à mesure que les coupons arriveraient à échéance.

5° Il réduisit de 25 % les intérêts des emprunts libellés en drachmes (2).

En exécution de ces mesures, les crédits suivants ont été inscrits après la conversion en drachmes des différentes monnaies :

	Millions de drs
Intérêts des emprunts intérieurs	583,1
Intérêts de la dette flottante en drachmes	6,3
Intérêts de la dette flottante en devises étrangères ..	71,5
Intérêts des emprunts extérieurs	672,2
Total	1.331.1

Si l'on ajoute encore à cette somme 114,6 millions provenant des différents autres engagements, le total des sommes qui furent inscrites au budget 1932-33, pour l'en-

(1) La dette gouvernementale envers la Banque de Grèce s'élève actuellement à 2.714 millions de drachmes au lieu de 3.700 millions qu'elle était au début de la création de la Banque de Grèce.

(2) Le plan gouvernemental, ainsi qu'on l'a vu, proposait de convertir tous les emprunts intérieurs. L'économie qui en serait résultée n'aurait pas été inférieure à 500 millions de drs par an. V. deux articles du député, M. COSTOPOULOS sur une *Unification possible de la dette publique hellénique*, dans *Ergasia* du 16 et 19 mars 1932. L'unification des emprunts n'ayant pas pu être effectuée, le Gouvernement a procédé directement à la diminution de 25 % des intérêts sur tous les emprunts intérieurs.

semble du service de la Dette publique, s'éleva à 1.445.700 drs.

Cependant, l'équilibre budgétaire, en dépit d'une aussi importante réduction du service de la Dette publique et des économies massives, était loin d'être parfait. Privés de l'aide extérieure sur laquelle comptait le plan gouvernemental, les Pouvoirs publics devaient poursuivre, ou du moins entretenir, les travaux productifs. Un crédit de 500 millions de drs fut donc inscrit pour parer au plus urgent. Il fut couvert par une forte augmentation des droits de douane.

C'est seulement après ces lourds sacrifices que M. Varvaressos, alors Ministre des Finances, a pu présenter le budget de cet exercice à la Chambre, le 15 mai 1932, c'est-à-dire après la suspension officielle de l'étalon-or. Le Ministre des Finances, en le déposant, n'a pas manqué de remarquer que tous les efforts étaient faits non pas seulement pour éviter les dépenses somptuaires, car le budget hellénique supporterait mal de pareilles dépenses, même en temps normal, mais encore pour réduire au strict minimum les dépenses des services publics, même les plus indispensables. L'abandon de l'étalon-or a mis ce budget aux prises avec le très grave problème de l'écart du change. Aussi, même en dépit des économies supplémentaires réalisées pendant son exécution et en dépit même d'une nouvelle augmentation des impôts, ce budget s'est-il en définitive soldé par un important déficit que nous examinerons plus loin.

Ces mesures auxquelles des nécessités impérieuses ont obligé le Gouvernement à recourir, provoquèrent des difficultés avec la Commission de Contrôle International. Cette Commission a pour mission, ainsi que nous l'avons indiqué, d'assurer le service de la majeure partie des emprunts extérieurs de la Grèce. Pour ce faire, elle contrôle les recettes de certains monopoles et doua-

nes qui sont affectés comme garantie à ces emprunts.

A la suite de mesures prises par le Gouvernement relatives à la suspension de l'amortissement et des transferts des intérêts de la Dette publique extérieure, la Commission a saisi les recettes de tous les monopoles et douanes qu'elle administre et les a déposées en compte bloqué à la Banque de Grèce. Ces sommes ne furent restituées au Gouvernement qu'après la conclusion de l'accord de septembre 1932 qui, signé à Londres, entre le Gouvernement hellénique et les délégués des porteurs de fonds grecs, régla provisoirement le service de la Dette extérieure.

Telles sont les circonstances qui obligèrent la Grèce à suspendre partiellement le service de sa Dette publique.

Il ne nous reste ainsi qu'à examiner le moratoire de ses dettes privées.

B) *Dettes privées.* — Les graves répercussions de la crise monétaire ne se manifestèrent pas seulement sur les finances publiques, mais aussi sur l'activité privée de la Grèce. Nous avons déjà vu qu'aussitôt après la crise britannique, le Gouvernement fut contraint de soumettre le commerce des devises étrangères à un contrôle rigoureux pour défendre l'encaisse de la Banque de Grèce et restreindre au minimum les demandes de change. Celles-ci, même si elles étaient légitimes, telles les remises pour le règlement des dettes antérieures, ne purent plus être intégralement satisfaites.

D'après une statistique de la Dette extérieure privée, que la Banque de Grèce dressa au printemps 1932, celle-ci s'élevait à 661 millions de francs-or environ. Le résumé ci-après en indique la nature et la composition :

Emprunts à long terme :	
Emprunts pour la création de voies de communication .	17
Emprunts pour les ports et la navigation	12
Emprunts industriels	79.5
Emprunts à moyen terme :	
Emprunts accordés aux banques hypothécaires	82
Emprunts à court terme :	
Avances aux banques	75
Avances au commerce	141
Avances aux monopoles	37.5
Total des emprunts	444
Placements effectués en Grèce par des étrangers :	
Entreprises étrangères	91
Participation d'étrangers dans des entreprises grecques.	75.5
Total	166.5
Eléments divers	50.5
Total général	661

On voit donc à quel point la Grèce était endettée et l'est d'ailleurs encore envers l'étranger (1). Le contrôle imposé sur le trafic des devises et l'extrême pénurie de celles-ci ont beaucoup entravé le remboursement et le service régulier de ces dettes. En particulier celui de certains emprunts privés extérieurs garantis par l'Etat fut suspendu en même temps que le service de la Dette publique extérieure. Puis il fut réglementé par l'accord de septembre 1932, passé entre le Gouvernement hellénique et les porteurs de fonds grecs. Par cet accord, la Grèce s'engagea à verser 30 % sur le montant des intérêts dûs. Une clause spéciale insérée dans cet accord stipulait que cet arrangement relatif à la Dette extérieure publique s'appliquerait également aux emprunts extérieurs privés de la Grèce, garantis par l'Etat. De plus, si la Grèce voulait accorder un traitement meilleur

(1) On ne saurait pas trop insister sur l'influence capitale que ces mouvements de capitaux exerçaient avant la crise monétaire sur l'équilibre de la balance des paiements du pays.

à un de ces emprunts privés extérieurs, les mêmes conditions devraient être octroyées aussi aux emprunts publics (1). Exception était faite pour le service des emprunts de la Banque de Crédit Foncier et de la Banque Agricole. Ces deux banques ont régulièrement assuré le service de leurs dettes extérieures. Il était en effet indispensable de sauvegarder le crédit de ces deux organismes. Dans l'accord suivant passé avec les porteurs étrangers de fonds grecs et relatif au second règlement provisoire de la Dette publique hellénique, la clause d'égal traitement des emprunts privés extérieurs garantis par l'Etat fut supprimée. Ainsi, les différents organismes économiques du pays purent reprendre, sinon intégralement, du moins d'une façon satisfaisante, le service de leurs dettes envers l'étranger.

Quant aux dettes commerciales antérieures à la crise monétaire, les mesures de contrôle des devises et la dépréciation de la drachme sur le marché libre eurent sur l'exécution de ces obligations de funestes effets. Les négociants grecs qui étaient à découvert vis-à-vis de leurs fournisseurs étrangers au moment de la déclaration de la crise, n'ont pas pu ensuite faire face à leurs engagements, soit parce qu'ils n'avaient pas la faculté d'acheter du change à la Banque de Grèce, soit parce qu'ils ne voulaient ou ne pouvaient acquérir des devises à un cours plus élevé que celui fixé par l'Institut d'émission. Ainsi, s'est constitué une Dette flottante commerciale dont le total fut évalué, lorsque la Grèce suspendit officiellement l'étalon-or, à environ 35 millions de dollars. La conséquence de cette situation fut que le commerce hellénique a été privé des crédits étrangers dont il jouissait auparavant et qui selon les articles étaient con-

(1) Cette clause ressemble à la clause de la nation la plus favorisée qu'on insérait avant la déclaration de la crise monétaire dans la plupart des traités commerciaux.

sentis à échéance de trois à six mois et même davantage. En suspendant l'étalon-or, la loi 5.422 du 26 avril 1932, soumit à un quasi-moratoire le transfert des dettes commerciales. Le paragraphe 2 de l'article 4 de cette loi disposait que : l'octroi de change destiné au remboursement des dettes envers l'étranger provenant des transactions commerciales contractées avant l'entrée en vigueur de la présente loi, pouvait être autorisé, mais seulement après décision de la commission du change de la Banque de Grèce qui fixait en même temps la quantité accordée pour chaque dette.

La réclamation par voie judiciaire, des créances ci-dessus sous quelque forme qu'elle fut, était interdite si le débiteur prouvait, par une attestation écrite de la Commission du change, qu'il n'avait pas obtenu l'autorisation nécessaire pour acheter du change en vue de rembourser sa dette par tranches, bien qu'il en ait demandé une quantité égale à 10 % au moins du montant de la dette pour chaque semestre. Ces prescriptions furent modifiées par le décret-loi du 14 juillet 1932. Ce décret permit au commerçant grec, débiteur envers son fournisseur étranger, vu sa situation économique, de déclarer le moratoire de sa dette commerciale, même si son fournisseur avait accepté le procédé de paiement ci-dessus décrit. Tandis que la loi précédente s'était fondée sur la pénurie des devises pour suspendre le service des dettes commerciales, ce décret-loi s'est appuyé en outre sur la médiocre situation économique du commerçant grec (1). Toutefois, l'amélioration récente de la

(1) La question des dettes commerciales a beaucoup préoccupé les personnes compétentes en Grèce. Voir parmi les nombreux articles sur ce sujet, la série d'articles de M. le Sénateur ANASTASSIADÈS, ex-Président de la Chambre de Commerce d'Athènes, dans *Economikos Tachydromos*, 1932. Egalement, G. CASSIMATIS : *Le moratoire des dettes commerciales extérieures*, Deux articles dans *Econ. Tachy.* du 31 juillet 1932 et du 11 décembre 1932. De même, J. CANELLEPOULOS : *Les dettes commerciales à l'étranger*. Même journal du 28 août 1932.

conjoncture monétaire et économique du pays, a facilité un règlement assez satisfaisant de la majeure partie de cette dette commerciale flottante (1). Celui-ci est intervenu soit directement, entre négociants grecs et fournisseurs étrangers, sur la base de la loi 5.422, soit indirectement par l'Etat qui inséra dans plusieurs conventions passées entre lui et les pays étrangers, concernant l'échange des marchandises, une clause spéciale prescrivant qu'une fraction des exportations helléniques soit payée par compensation avec les sommes dues à des prêteurs étrangers et demeurées sous forme de crédits gelés. De cette façon, le crédit privé dont la Grèce a toujours joui, commença à renaître.

§ 2. — *Le maintien nominal de l'étalon-or et la baisse de la drachme sur le marché libre.*

Nous avons étudié précédemment les mesures par lesquelles le Gouvernement hellénique a tenté, dès le début de la crise monétaire, de sauvegarder la valeur de la drachme. Malheureusement, ces mesures n'ont donné aucun résultat positif. Elles n'ont pu, nous l'avons constaté, ni arrêter la diminution de l'encaisse de la Banque de Grèce, ni dissiper la méfiance des capitaux envers la drachme. Bien plus, elles ont même été à l'encontre du but poursuivi. Le contrôle des devises provoqua la création d'un marché clandestin qui, modeste à l'origine, a pris ensuite une importance considérable. La Banque de Grèce étant hors d'état de fournir des devises, c'est donc sur le marché libre que les particuliers tentèrent de les obtenir. Ainsi, indépendamment des cours officiels de la Banque de Grèce, toujours fondés sur la parité de la drachme avec le dollar, s'est consti-

(1) La somme jusqu'ici réglée s'élève à 25 millions de dollars environ. Le reste, soit 10 millions, est également en voie de règlement définitif.

tué durant le maintien nominal de l'étalon-or un autre cours de change, celui du marché libre, lequel influencé par différents facteurs en particulier d'ordre psychologique, atteignit progressivement un niveau très élevé. De sévères dispositions tentèrent de supprimer ce marché, mais toujours elles s'avérèrent impuissantes. Les divers faits qui ont provoqué la vague de méfiance envers la drachme et qui ont finalement entraîné sa chute, peuvent être ainsi classés :

1° Le déficit chronique de la Balance des comptes du pays. Nous avons vu dans la première partie, que la Balance des comptes de la Grèce est demeurée déficitaire pendant toute la période de la stabilisation. Son solde passif provenait de deux causes : du déficit énorme de la balance commerciale, et du service onéreux de la dette extérieure. En face de ces éléments passifs, la balance des comptes inscrivait à l'actif les exportations et les ressources dites « invisibles ». Cependant ces deux éléments ne pouvant pas couvrir intégralement le déficit de cette balance, on recourait également à l'encaisse de la Banque de Grèce et aux crédits étrangers. *Ainsi la situation monétaire de la Grèce était donc, dès avant la chute de la livre, sinon critique, du moins précaire.* On espérait que l'achèvement des travaux productifs améliorerait la situation économique et rendrait la drachme inattaquable. *Cela n'était possible que si aucun événement extraordinaire et grave ne venait bouleverser cet équilibre incertain.*

2° La baisse de la livre. Malheureusement la crise monétaire, provoquée par la chute de la livre, a mis en évidence ces difficultés latentes. L'économie hellénique en fut diversement influencée. La baisse de la livre-sterling n'a pas seulement causé une perte matérielle appréciable au capital hellénique, elle a, en même temps exercé sur le facteur psychologique une influence des plus dépri-

mantes. En effet, on a pensé aussitôt, que l'on n'obtiendrait plus d'emprunt pour l'achèvement des grands travaux productifs de la Macédoine ; de plus, on s'est dit que si la Grande-Bretagne n'avait pas pu résister aux méfaits de la crise et avait dû finalement suspendre la convertibilité de sa monnaie, la Grèce ne pourrait pas agir autrement. Dès lors commença « *la fuite* » devant la drachme.

3° La politique monétaire du Gouvernement. Nous ne voulons pas ici critiquer la politique monétaire suivie par le Gouvernement hellénique depuis la chute de la livre jusqu'en avril 1932. Dans le paragraphe suivant nous en examinerons les avantages et les inconvénients. Mentionnons cependant que le contrôle des devises — conséquence d'ailleurs nécessaire du maintien de l'étalon-or — non seulement fut inefficace et accentua la méfiance à l'égard de la drachme, mais encore créa le marché clandestin. C'est pourquoi la drachme, influencée par tous ces facteurs auxquels nous venons de faire allusion, s'est effondrée. Sans nul doute, sa dépréciation n'aurait pas été aussi importante si ce marché n'avait pas existé.

4° Le marché clandestin. Ici, il convient de noter qu'en dehors des facteurs qui ont provoqué la baisse de la drachme, les trafiquants du marché clandestin faisaient majorer le prix de leurs opérations de change d'une sorte de prime d'assurance pour se garantir contre le risque qu'ils encouraient, étant donné que leurs transactions tombaient sous le coup de la loi. De même les intermédiaires qui n'opéraient pas non plus au grand jour cherchaient eux aussi à bénéficier d'une différence de prix souvent fort appréciable.

Tels sont les principaux faits qui ont exercé sur la drachme une action déprimante. Le change fut alors influencé. Le prix du dollar qui, d'après la stabilisation était de 77 drs, commença à s'élever sur le mar-

ché libre peu après la crise monétaire. Il atteignit 90 drs en octobre 1931, 115 en mars 1932 et plus de 125 en avril 1932. De même le franc-français de 3,05 drs a valu 4 drs en octobre, 4,50 en mars et 5 drs en avril. Ainsi, vu l'épuisement presque complet de l'encaisse de la Banque de Grèce, vu également l'impossibilité de réaliser le plan du Gouvernement, le maintien persistant de l'étalon-or devenait dès lors non pas seulement inutile, mais même préjudiciable. La suspension officielle en fut décidée par la loi 5.422 du 26 avril 1932. Mais avant de passer à la troisième partie de cette étude, voyons d'abord dans le paragraphe suivant, les critiques qui furent élevées contre la politique monétaire suivie par le Gouvernement hellénique pendant la période septembre 1931-avril 1932.

§ 3. — *Les critiques présentées contre la politique monétaire du Gouvernement.*

Il va de soi que la politique monétaire du Gouvernement tendant à la sauvegarde de la drachme par le maintien nominal de l'étalon-or et la réalisation du plan gouvernemental, n'a pas manqué d'être diversement critiqué. La principale de ces critiques se résume en l'affirmation que le Gouvernement hellénique aurait dû, sinon immédiatement, du moins peu de temps après la chute de la livre, abandonner lui aussi l'étalon-or — comme cela eut lieu dans un certain nombre de pays — et lier ainsi les destinées de la drachme à celles de la livre-sterling. Si cela eut été fait, prétendent ces critiques, l'on aurait d'abord évité la diminution de l'encaisse de la Banque de Grèce que provoquèrent la chute de la livre-sterling et le maintien théorique de l'étalon-or. L'encaisse de la Banque de Grèce ne serait pas épuisée si la Grèce, au lieu d'attendre d'y être contrainte par les difficultés de trans-

fert, avait de prime abord détaché la drachme de l'or. En outre, la baisse de la drachme n'aurait pas été si profonde si l'on veut bien se rappeler que cette baisse profonde est due surtout à des causes psychologiques. Après que la première impression consécutive à l'abandon de l'étalon-or eut disparu, les cours des changes se seraient établis d'après la loi générale de l'offre et de la demande, selon les besoins réels du pays. En tous cas, ils auraient sûrement été inférieurs à ceux qui furent enregistrés sur le marché occulte, que le contrôle du change a, du reste, créé.

Sans doute, toutes ces critiques comportent une part de vérité. Néanmoins on peut leur répondre fort aisément, car même en admettant que l'encaisse de la Banque de Grèce fut restée stable, il n'est pas du tout certain que la renonciation immédiate à l'étalon-or peu après la déclaration de la crise monétaire, n'aurait pas provoqué une dépréciation de la drachme bien supérieure à celle qui s'est produite. En outre, ni le Gouvernement, ni le pays unanime n'auraient consenti à voir disparaître la stabilisation immédiatement après la chute de la livre-sterling, avant que tout effort et tout sacrifice pour son maintien n'aient été tentés, car elle avait coûté au pays de grands sacrifices. L'abandonner, c'était revenir à l'anarchie monétaire qui aurait peut-être marqué le début d'une ère de perturbation économique et sociale. Pour s'y résigner, la nation exigeait qu'un dernier effort fut tenté afin de conserver intacte la valeur de la drachme.

Le Gouvernement avait élaboré un plan. S'il réussissait, ce programme aurait sauvé la monnaie et le crédit du pays. De plus, il aurait assuré l'achèvement rapide des travaux productifs, de sorte que par la suspension provisoire de l'amortissement de la Dette extérieure, il aurait peut-être été possible d'équilibrer la

balance des comptes. Or, tant que l'on conservait encore l'espoir d'obtenir un concours extérieur, aucun Gouvernement soucieux de ses responsabilités ne pouvait suspendre brusquement le service des engagements internationaux du pays.

Outre ces critiques, présentées contre la politique monétaire suivie pendant cette période, nous devons mentionner en dernier lieu, le projet élaboré par M. Maximos, ex-gouverneur de la Banque Nationale de Grèce, en décembre 1931 (1). Ce projet tendait au maintien de la stabilisation par un aménagement relatif de la dette extérieure. Voici quelles en ont été les dispositions essentielles. M. Maximos, constatant tout d'abord les effets de la crise en Grèce et en particulier l'état de moindre résistance de l'encaisse de la Banque de Grèce, conseilla au Gouvernement hellénique de s'appuyer, en ce qui concerne le service de la Dette extérieure, sur le principe de la clause des transferts inscrite dans le plan Young (2). Au lieu de déclarer un mo-

(1) V. l'article de M. MAXIMOS : *La résolution du problème économique de la Grèce*, dans quotidien *Proïa* du 5 décembre 1932.

(2) La clause de transfert prévue par le plan Young, chapitre VIII, concernait ainsi qu'on connaît la fraction conditionnelle des réparations allemandes. Cette clause autorisait l'Allemagne — si sa situation monétaire l'exigeait — à suspendre moyennant un préavis de 90 jours pour une période de deux ans au maximum le paiement en devises de la fraction conditionnelle et de le remplacer par des paiements en reichsmarks. Cette clause donnait également le droit à l'Allemagne, après l'expiration de la première année de suspension des transferts, de suspendre encore les paiements, mais seulement pour un an et jusqu'à concurrence de 50 % des sommes dont le transfert serait encore susceptible de suspension. C'est l'application de ce principe que M. MAXIMOS demandait *mutatis mutandis* aussi pour la Grèce. Nous ne croyions pas pourtant au point de vue doctrinal que ce principe concernant spécialement les réparations allemandes pouvait s'appliquer également au cas de la Grèce. En outre, ainsi qu'il ressort du plan de M. MAXIMOS, le délai de la suspension du service de la dette extérieure hellénique — il s'agissait en effet d'une véritable suspension — devait être assurément bien supérieur à celui prévu par le plan Young.

ratoire de transfert pour les intérêts de la Dette extérieure hellénique, il a proposé de déposer les sommes y afférentes, au fur et à mesure des échéances, en compte bloqué auprès de la Banque de Grèce. L'Etat utiliserait ces sommes de la manière suivante : tout d'abord il acquitterait les coupons à leur échéance, s'ils appartenaient aux porteurs d'emprunts helléniques qui, nationaux ou étrangers, résident effectivement en Grèce. Evidemment, le paiement serait fait en drachmes. Des mesures sévères préviendraient toute sortie des drachmes sous n'importe quelle forme que ce fut. Quant aux porteurs résidant à l'étranger, Grecs ou étrangers, leurs coupons à échéance ne seraient pas payés. Seulement, les détenteurs de ces titres les apporteraient à la Banque de Grèce et recevraient en contre-partie des obligations d'une valeur égale à celle de leurs coupons. Peu à peu, ces titres seraient remboursés au pair et en monnaie du pays du porteur par tirages au sort. Ainsi la demande de devises étrangères serait fort diminuée, ce qui apporterait temporairement un appréciable soulagement à la balance des comptes grecque. De cette façon, et à condition toutefois que le budget soit réellement équilibré, la stabilisation de la drachme pourrait être maintenue.

Ce plan ne fut pas accepté par le Gouvernement hellénique, principalement pour deux raisons (1). Rien n'assurait que le contrôle des devises empêcherait de transformer en devises les drachmes touchées par les porteurs résidant en Grèce et de les exporter ensuite ; le danger pour la stabilité de la monnaie hellénique

(1) V. les objections de M. ZOLOTAS pour le plan de M. MÁXIMOS concernant un autre ordre d'idées ainsi que les propositions qui ont été faites par M. ZOLOTAS sur la politique monétaire alors préconisée dans son article : *Vers la suspension de l'étalon-or*, dans *Eleftheron-Vima*, 6 décembre 1932.

serait alors évident. De plus, le plan de M. Maximos suspendait le service de la Dette extérieure, chose que le Gouvernement voulait éviter tant qu'un effort n'aurait pas été tenté pour obtenir une aide extérieure.

Telles sont, brièvement énumérées, les critiques présentées contre la politique monétaire du Gouvernement monétaire jusqu'en avril 1932 et les réponses que l'on y peut donner. Evidemment, cette politique a échoué. De plus, l'on a dû se résigner à la suspension du service de la Dette extérieure. Mais, que cette politique ait échoué, cela ne signifie point qu'il n'y fallut recourir ; si elle n'a pas obtenu un meilleur succès, elle a pourtant le mérite d'avoir démontré sans conteste, de l'aveu du Comité Financier de la Société des Nations, que si l'impérieuse nécessité a empêché la Grèce de continuer le service régulier de sa Dette extérieure, elle ne s'y est décidée qu'en cédant à la fatalité et à des causes dépassant sa volonté.

TROISIÈME PARTIE

**La Suspension de l'Étalon-or
et l'Evolution de la Crise**

CHAPITRE PREMIER

LA SUSPENSION DE L'ÉTALON-OR

§ 1. — *La loi monétaire du 26 avril 1932 et la proclamation du cours forcé.*

L'échec de la politique monétaire du Gouvernement, l'épuisement presque complet de l'encaisse de la Banque de Grèce — 2.336.608 dollars en avril 1932, au lieu de 21.465.164 en septembre 1931 —, la baisse importante de la drachme au marché libre, la suspension du service de la Dette publique, tels sont les faits qui posaient impérieusement devant le Gouvernement la question de savoir si la Grèce pouvait conserver longtemps encore le régime de l'étalon-or.

Mais, en dehors de ces considérations, l'abandon de la stabilisation s'imposait également pour une autre raison très importante : son maintien théorique causait à l'économie nationale un préjudice certain. En effet, les restrictions, que le Gouvernement avait imposées au commerce des devises, incitaient le change

étranger à se diriger non vers la Banque de Grèce, où il était acquis au cours officiel de la stabilisation, mais vers le marché libre où il était acheté à un cours bien supérieur. En outre, la rentrée du change provenant des exportations était fort diminuée. La réduction n'était pas due seulement à la crise mondiale et aux obstacles apportés aux ventes des produits grecs dans les pays étrangers, mais aussi à ce que les exportateurs étaient contraints de vendre leur change à la Banque de Grèce au cours de stabilisation. Cette obligation avait pour conséquence, tantôt d'entraver l'exportation, car les prix offerts n'étaient plus suffisamment rémunérateurs (à cause de l'achat des devises au taux de stabilisation par la Banque de Grèce), tantôt, et c'était le cas le plus fréquent, d'ajourner l'exportation des marchandises, car les exportateurs espéraient que la stabilisation ne serait pas longtemps maintenue et qu'ils obtiendraient, en contre-partie de la marchandise exportée, une quantité de drachmes bien supérieure (1).

Pour toutes ces considérations, le Gouvernement hellénique, après avoir consulté les personnalités compétentes qui se prononcèrent toutes pour l'abandon de l'étalon-or, déposa devant la Chambre hellénique, le 25 avril 1932, un projet de loi, relatif « à la suspension de l'obligation de la Banque de Grèce de rembourser ses billets de banque et réglémentant l'achat et la vente du change étranger », lequel étant voté le jour même de sa déposition, fut entré en vigueur le lendemain. C'est donc en vertu de la loi 5.422 du 26 avril 1932 (2).

(1) V. l'article de M. PAPANASTASSIOU concernant les entraves que causait aux exportations du pays le maintien nominal de la stabilisation et ses propositions concernant l'échange des marchandises et la monopolisation par l'Etat de certaines branches du commerce en vue de maintenir à un niveau bas le coût de la vie, après l'abandon de la stabilisation qu'il conseillait, in *Ergasia* du 9 avril 1932.

(2) *Journal Officiel*, fascicule A, n° 133 du 26 avril 1932.

que la drachme fut détachée de sa base or à laquelle elle avait été liée par la stabilisation de 1928.

La Grèce se rangea ainsi pour la cinquième fois dans la catégorie des pays soumis au cours forcé.

En vertu de cette loi, furent suspendus : a) l'article 5 de la loi du 10 novembre 1917, relatif à l'obligation de la Banque de Grèce d'échanger ses billets de banque contre du change ; b) les articles suivants des statuts de la Banque de Grèce : la première partie de l'article 4, relative au devoir de la Banque de maintenir stable la valeur or de ses billets ; les articles : 5, concernant la convertibilité de ses billets ; 61, relatif à l'obligation de la Banque de conserver une réserve équivalente à 40 % au moins du montant de ses billets en circulation, et autres exigibilités à vue ; 63, ayant trait à la suspension des effets de l'article 61 ; 64, relatif à l'obligation de la Banque de relever d'au moins 1 % le taux annuel de l'escompte, avant de demander au Gouvernement la suspension des effets de l'article 61 ; enfin, le premier alinéa du premier paragraphe de l'article 65, relatif à l'émission des billets.

Cette loi a en outre prescrit les dispositions suivantes : la drachme, comme moyen de remboursement des engagements en devises, serait prise à sa valeur nominale. Le monopole de l'achat et de la vente d'or et de devises or en général, serait dorénavant confié à la Banque de Grèce et aux autres banques désignées par elle (1).

L'acquisition et la cession du change et des billets de banque étrangers seraient également effectués dorénavant par la Banque de Grèce et par les établissements de crédit qu'elle chargerait de cette mission. La

(1) Ces banques sont : La Banque Nationale de Grèce, la Banque Commerciale, la Banque d'Athènes, la Banque populaire, la Banque Ionienne, etc... Elles sont au nombre de dix-neuf.

vente du change et des billets de banque étrangers par les banques citées n'est autorisée que si la demande correspond à quelque besoin réel ci-après indiqué : 1° les nécessités réelles de l'Etat et des entreprises ou établissements publics; 2° celles réelles et constatées du commerce général d'importation dans la mesure où l'importation est autorisée par les dispositions en vigueur; 3° les besoins légitimes des personnes demeurant et voyageant à l'étranger; 4° les besoins dûment établis, résultant des dettes à payer en changes à l'étranger en tant que ces dettes sont nées de transactions commerciales et qu'elles ont été contractées après la mise en vigueur de cette loi; 5° les besoins constatés pour les arrérages des emprunts obligatoires, émis en devises étrangères par des sociétés anonymes helléniques, s'ils sont payables à l'étranger; 6° tout autre nécessité financière réelle qui serait reconnue telle par arrêté du Ministre des Finances et de l'Economie Nationale, pris sur avis conforme de la Banque de Grèce.

Les exportateurs de produits de toute sorte doivent vendre la contre-valeur en change de leur exportation au cours du jour à la Banque de Grèce ou à une des banques désignées par elle. Par décision du Conseil des ministres, il sera fixé pour chaque catégorie ou genre de produits, un pourcentage de ce change ne pouvant dépasser 30 %, qui devra être vendu à la Banque de Grèce, à la parité en vigueur avant l'entrée de la présente loi; le reste sera payé en drachmes au prix courant du jour de la vente (1). Un décret, rendu sur

(1) Ce régime s'appliqua principalement au tabac et au raisin sec de Corinthe qui sont les plus importants articles d'exportations. Par cette mesure le Gouvernement a voulu poursuivre deux buts : contraindre les exportateurs grecs à vendre obligatoirement à la Banque de Grèce d'une part, tout le change provenant des exportations, sinon pour accroître l'encaisse de la Banque, du moins pour éviter la diminution, et d'autre part, acquérir une partie de ce change, 30 %

proposition du Conseil des Ministres, règlera les relations résultant de la disposition de l'article 2 du décret-loi du 8 octobre 1931, relatif à la position en change des Banques ou autres sociétés anonymes. Cette dernière disposition est, comme nous le verrons, la plus importante. Enfin, le cour quotidien du change serait désormais celui auquel la Banque de Grèce achète et vend du change.

Telles sont les principales prescriptions par lesquelles l'étalon-or fut suspendu en Grèce. Ainsi qu'on le voit, la « monopolisation » de l'achat et de la vente de change par la Banque de Grèce et par les autres banques désignées par elle, s'imposait car, la suspension de l'étalon-or, vu la situation monétaire, ne pouvait laisser subsister la liberté de transactions en change. Sans cette mesure, sans le maintien et le renforcement du contrôle des devises, les particuliers se seraient hâtés d'acheter des monnaies étrangères stables pour se garantir contre une baisse éventuelle encore plus accentuée de la drachme. De même, la spéculation aurait pu profiter de cette situation. Pourtant, quoique au point de vue doctrinal, cette mesure puisse sembler judicieuse, en partique, elle n'a pas donné de résultats satisfaisants. La Banque de Grèce ne put, ni intervenir sur le marché clandestin des changes, ni le contrôler. Celui-ci continua de fonctionner malgré toutes les interdictions édictées par le Gouvernement. Les cours des changes, tels qu'ils y étaient enregistrés, furent tout au moins pendant assez longtemps après la suspension

à l'ancien cours de stabilisation. Avec ces devises, le Gouvernement achèterait du blé afin de prévenir une hausse trop sensible du prix de pain. Ce régime existe encore aujourd'hui, seulement le pourcentage est beaucoup réduit. V. la justification de cette mesure dans le discours de M. VENIZELOS à la Chambre des députés, du 25 avril 1932. V. également A. CHRYSSOCHOU : *La Théorie de la monnaie*, Athènes, 1932, p. 98.

officielle de l'étalon-or, supérieurs à ceux fixés chaque jour par la Banque de Grèce. Une telle expérience parmi tant d'autres, démontre que le cours des changes ou, ce qui revient au même, la valeur d'une monnaie se réglant d'après la loi générale de l'offre et de la demande, aucune mesure législative, de quelque nature qu'elle soit, ne saurait, en aucun cas, influencer ou modifier les lois économiques. Ce n'est qu'ultérieurement, c'est-à-dire après avoir reconstitué son encaisse, que la Banque de Grèce a pu paralyser la spéculation et uniformiser, quant aux changes, par ses offres ou ses demandes, ses prix et ceux du marché libre.

Enfin, les dispositions de cette loi, concernant les restrictions relatives au trafic des devises étrangères, résultant de dettes ou de dépenses à l'étranger, sont analogues à celles que nous avons déjà examinées au début de la partie précédente. Ces mesures demeurèrent en vigueur, vu la pénurie des devises étrangères et la ferme volonté du Gouvernement d'équilibrer, autant que possible, la balance des comptes afin d'écarter toute baisse accentuée de la drachme. Reste alors à envisager la dernière prescription de cette loi relative à la réglementation ultérieure de la position en change des banques ou autres sociétés anonymes.

§ 2. — *Le décret-loi du 29 juillet 1932 « sur la conversion en drachmes des dettes en devises étrangères ou en change ».*

Ce décret-loi est, à coup sûr, l'événement monétaire le plus important qui soit intervenu depuis la suspension officielle de l'étalon-or en Grèce. Sa portée ne se mesure pas seulement au volume des transactions qu'il a réglées, mais aussi au bouleversement qu'il a produit

chez les créanciers en change. De plus, c'est également parmi les expériences monétaires contemporaines une innovation très intéressante. Malheureusement, ce décret-loi fut nécessaire : c'est la conséquence fatale de l'évolution monétaire hellénique, depuis le début de la crise, et des mesures de sauvegarde de la drachme adoptées par le Gouvernement. Enfin, c'est le complément nécessaire de la suspension de l'étalon-or.

Ce décret-loi a réglé deux questions, à savoir : la conversion obligatoire en drachmes des sommes libérées en monnaie étrangère dans des conventions passées et exécutées en Grèce d'une part, la position en change des banques privées helléniques d'autre part. Il est peut-être utile, avant d'étudier ce texte, d'examiner tout d'abord les raisons qui l'ont motivé.

En Grèce, bien longtemps avant la crise monétaire, les épargnants grecs s'étaient habitués, en raison de quelque méfiance envers la monnaie nationale et de leur désir de se garantir contre toute dépréciation éventuelle de la drachme, à passer la plupart de leurs conventions, en monnaie étrangère, principalement en livres-sterling ou en dollars. Une telle coutume ne signifiait nullement, tout au moins pour la plus grande majorité de ces contrats, ni versement effectif de la somme qui y figurait, ni remboursement réel en monnaie étrangère (1). De semblables conventions témoignaient tout simplement de la volonté des parties de rembourser la dette, en drachmes, la monnaie étrangère étant calculée au cours du jour du paiement (2).

Ce procédé fut très fréquemment utilisé en Allemagne pendant et après l'inflation et l'avalissement du

(1) V. le rapport de M. le Professeur VAVARESSOS, Ministre des Finances à cette époque, sur le décret-loi en question.

(2) V. sur les différents modes qu'on peut employer pour se protéger contre la baisse de la monnaie nationale, Irving FISHER : *L'illusion de la monnaie stable*, Paris, 1929, p. 93.

mark. En France, c'est plutôt la clause-or qui fut employée pendant la période d'instabilité du franc. Entre ces deux moyens de défense, contre la baisse éventuelle de la monnaie nationale, il y a une certaine différence. Tout d'abord, par la sécurité qu'ils présentent. La convention passée en monnaie étrangère n'apporte pas une garantie absolue, en raison d'une dépréciation possible de la monnaie étrangère sur laquelle la convention est fondée. De plus, leur validité peut être discutée. Certes, elle est à peu près résolue en droit français (1) dans le sens de l'affirmative pour les contrats en monnaie étrangère. Tandis que ces conventions se considèrent valables, au contraire pour le deuxième cas, à savoir les contrats à clause-or, il y a controverse en doctrine, quoique la majorité de celle-ci et la jurisprudence française les considèrent toujours comme non valables en période de cours forcé. La clause-or est reconnue en France seulement en ce qui concerne les contrats internationaux. En Angleterre, les tribunaux autorisent les débiteurs, soit nationaux, soit étrangers, à se libérer en livres-papier, en dépit d'une clause-or formelle. Néanmoins, ainsi que nous le verrons plus tard, cette jurisprudence des tribunaux anglais est contredite par une décision récente de la Chambre des Lords. En Grèce, les contrats à clause-or sont estimés, de tout temps, non valables (2); au contraire, s'ils étaient passés en monnaie étrangère, ils étaient considérés comme licites. La loi du 26 avril 1932, sur la suspension de l'étalon-or, n'a point modifié ce régime. Ce n'est que le décret-loi du

(1) V. Achille MESTRE, Professeur à la Faculté de Droit de Paris, et Emile JAMES : *La clause-or en droit français*, Paris, 1926, p. 14 et suiv.

(2) Dans ce sens, la loi 987 et 1414. Pour la nullité des contrats à clause-or, v. l'étude de M. le professeur TRIANTAFILOPOULOS : *La clause-or sous le cours forcé*, dans *Themis*, n° 35, 1932.

29 juillet 1932 qui a prononcé la nullité de ces contrats de sorte que, aujourd'hui, de telles conventions, conclues en monnaie étrangère ou avec la clause-or, ne sont plus valables en Grèce.

Cette pratique n'avait pas lieu seulement dans les contrats entre particuliers, mais était si répandue qu'elle était également employée en ce qui concerne les dépôts en banque. Une grande partie de ces dépôts, pour autant qu'ils avaient été effectués par des personnes résidant et travaillant en Grèce, résultait de la conversion en change des capitaux et revenus réalisés en drachmes, dans le pays. Ce change était donc forcément acheté dans le pays, ce qui diminuait en définitive les disponibilités de l'Institut d'émission. Les dépôts ainsi effectués ne constituaient nullement un renfort pour l'économie nationale, mais ils lui étaient, au contraire, inutiles et même préjudiciables, car le change correspondant passait de l'économie nationale à l'économie privée et obligeait les banques à l'utiliser dans le pays, sous la même forme. Certes, parmi les dépôts en change des banques privées, en Grèce, certains étaient réellement effectués en change par des Grecs établis à l'étranger. Quoiqu'il en fut, pendant le premier semestre de 1932, les dépôts en change ou en devises étrangères auprès des banques privées helléniques — non compris les deux banques de Crédit foncier — s'élevaient à 34 % du total de leurs dépôts. Par contre, leurs créances de toute sorte en change ou en devises étrangères ne constituaient que 29 % du total de leurs créances (1).

Avec la crise monétaire, le cours du change s'éleva peu à peu sur le marché libre. Aussi la condition des débiteurs en change devint-elle extrêmement critique.

(1) V. rapport de M. TSOUDEROS pour l'exercice bancaire 1932, p. XXIX.

Ils devaient en effet payer plus de drachmes qu'ils n'en avaient reçues. Les différentes mesures édictées par le Gouvernement hellénique pour sauvegarder la drachme ont en outre aggravé cette situation et plus particulièrement celle des banques privées. Voici pourquoi :

Le premier décret-loi du 28 septembre 1931 sur la défense de la drachme stipulait, dans son article 7, que les dépôts en change, en devises étrangères ou billets de banques étrangères, existant auprès des banques ou autres institutions de crédit, ne pouvaient être restitués pendant la durée de cette loi que convertis en drachmes stabilisées. Lors de la hausse des changes qui eut lieu sur le marché libre peu après le début de la crise monétaire, les personnes possédant de tels dépôts auprès de banques helléniques n'ont pas voulu les retirer à cause de la perte qu'elles auraient subie, du fait de la différence de change.

Le deuxième décret-loi du 8 octobre 1932, pour la défense de la monnaie nationale, donnant pouvoir libératoire à la drachme, stipulait par contre, que les débiteurs en change ou en devises étrangères envers les banques ou institutions de crédits en Grèce, pouvaient s'acquitter de leurs obligations en changes en versant des drachmes au prix courant du jour de paiement, c'est-à-dire à la parité de la stabilisation.

Bien entendu, tous les débiteurs en charge envers les banques helléniques, se hâtèrent de profiter de cette faculté. Ils remboursèrent leur dette en change, en versant des drachmes à la parité de stabilisation, c'est-à-dire à 77,70 drs le dollar, et à 228 drs en moyenne, la livre-sterling. Le total de ces remboursements s'éleva pour la période comprise entre septembre 1931 et mars 1932, à doll. 8.516.000 (1).

(1) V. rapport de M. TSOUDEROS sur l'exercice bancaire 1932, p. XXVIII.

Enfin, l'article 6 de la loi monétaire du 26 avril 1932, sur la suspension de l'étalon-or, créa la situation suivante. Ce texte stipulait d'abord, que les dettes en change de toute nature, payables en Grèce, et les dépôts en change effectués dans les banques, seraient remboursés en drachmes au cours du jour du remboursement. Ensuite, les dépôts à vue ou les dépôts d'épargne en change existant avant le 28 septembre 1932 auprès des banques de l'intérieur deviendraient exigibles à l'expiration d'un délai de trois mois à partir de l'entrée en vigueur de cette loi. Il en était de même pour les dépôts à terme existant avant le 28 septembre 1932 et qui arriveraient à échéance avant l'expiration du délai de trois mois. De même, les dettes en change de l'intérieur envers les banques ne pouvaient être exigibles qu'après la fin d'une période de trois mois à partir de la mise en application de cette loi, pour autant qu'elles parviendraient à échéance avant le terme de ce délai. Voici ce qui advint alors :

1° Tout d'abord, un courant contraire, à celui qui avait lieu avant la suspension de l'étalon-or, se manifesta en ce qui concerne les dépôts. Les personnes possédant des dépôts en change dans les banques se hâtèrent de les retirer pour profiter ainsi de la hausse du change.

2° Les banques ne pouvaient pas être remboursées de leurs créances en change avant l'expiration d'un délai de trois mois.

3° La question des dépôts en change existant avant le 28 septembre 1931 restait encore en suspens.

En somme, la situation pour les banques à la veille de la publication de ce décret-loi se présentait ainsi : En premier lieu, tandis qu'avant la suspension de l'étalon-or les banques devaient accepter, en contre-partie de leurs dettes en change, des drachmes stabilisées, après la suspension, ces établissements n'avaient pas la

faculté d'exiger le remboursement de leurs créances au cours du change, ce qui leur aurait permis de compenser leurs pertes antérieures.

En second lieu, tandis qu'avant l'abandon de l'étalon-or, aucune restitution des dépôts en change sous forme de drachmes stabilisées n'avait eu lieu, leurs propriétaires refusant de les retirer, après l'abandon de l'étalon-or, un brusque mouvement de retrait se mit à se manifester, les déposants désirant bénéficier au détriment des banques, de la hausse du change. Evidemment cette situation était fort périlleuse pour les établissements de crédit. Elle était plus grave encore si l'on considère les circonstances suivantes :

1° En vertu de l'article 9 du décret-loi du 8 octobre 1931, tout le change provenant de la restitution en drachmes de leurs dépôts en change devait être cédé par les dites banques, à la Banque de Grèce, pour en renforcer son encaisse-devises.

2° Bien que d'après ce même texte la Banque de Grèce ait été tenue de fournir aux banques privées, le change nécessaire au règlement de leur position en change, telle qu'elle existait le 28 septembre 1931, dans le cas où, après déduction du change résultant du remboursement en drachmes d'une partie de leurs dépôts en change, leurs dettes en change auraient été supérieures à leurs créances, la Banque de Grèce n'a pas pu le faire à cause de la pénurie de son encaisse.

3° Après le moratoire de la Dette extérieure et la forte baisse des titres helléniques en or, dans lesquels les banques avaient investi une grande quantité de leurs disponibilités, leur position en change se révélait de plus en plus critique.

C'est alors que le Gouvernement hellénique, pour pallier à ces dangers, et sauver l'organisme bancaire d'une faillite inévitable, d'une part, et afin de concilier

par une solution médiane les intérêts des créanciers et des débiteurs en changes d'autre part, a édicté le décret-loi du 29 juillet 1932. Il décida de convertir obligatoirement en drachmes toutes les dettes en devises étrangères ou en change. Voici quelles furent les principales dispositions de ce décret (1).

En vertu de ce décret-loi, les dettes de toute nature, en devises étrangères ou en change payables en Grèce, contractées avant le 26 avril 1932 — date de la suspension de l'étalon-or — furent considérées à partir de la publication de ce décret, comme converties en dettes en drachmes au cours de cent drachmes par dollar et proportionnellement à cette parité, fut fixé le prix des autres devises étrangères.

Les intérêts de ces dettes furent également convertis dans les mêmes conditions. Furent compris dans les dettes visées par ce décret, les dépôts en devises étrangères ou en change existant dans les banques à la date du 26 avril 1932.

Tout versement partiel après le 26 avril 1932 fut considéré comme étant effectué en acompte de la dette convertie en drachmes. Si le débiteur avait acquitté sa dette en change avant la publication de ce décret en question, la différence entre la somme calculée au taux de conversion ci-dessus et la somme effectivement remise pouvait être réclamée par le payeur comme indûment versée.

Par exception à ces dispositions, les dettes en devises étrangères ou en change, envers les Banques de Crédit Foncier en Grèce, qui étaient contractées avant le 26 avril 1932, et qui provenaient de prêts hypothécaires amortissables, furent considérées comme converties en dettes en

(1) V. *Journal officiel*, vol. A, n° 244, du 29 juillet 1932. V. sur la nature juridique de ce décret, CASSIMATIS : *La conversion en drachmes*, Athènes, 1933.

drachmes au cours de 425 drachmes par livre-sterling.

C'est le Trésor qui a récupéré toute la différence résultant : a) de la conversion en drachmes du solde net des dettes en change de la Banque de Grèce, qui provenaient des avances ou des ventes des devises à terme que la Banque avait effectuées avant le 26 avril 1932 ; b) des éléments de l'actif en change qui restèrent aux banques et qui n'ont pas été soumis à la conversion en drachmes.

Le total du change ainsi récupéré s'éleva à £ 245.638, à frs 54.147.316 et à doll. 3.601.054, soit un total de : doll. 6.533.356. Cette somme fut versée par le Trésor à la Banque de Grèce et a constitué un compte spécial dans l'encaisse de la Banque.

Telles furent les prescriptions essentielles de ce décret-loi (1) :

Celui-ci, à la suite de la baisse de la drachme et des mesures prises pour sa défense, eut pour but unique de régler, ainsi qu'il a été dit plus haut, les diverses dettes en change contractées et exécutées en Grèce entre sujets helléniques (2). Pour ce faire, il fallait par conséquent, fixer la valeur de la drachme envers les unités monétaires des autres pays, et particulièrement envers les unités monétaires des Etats-Unis et d'Angleterre. A ce propos, le Gouvernement hellénique, *ipso jure*, usant de ses prérogatives de souveraineté, décréta

(1) Avant de prendre cette décision, le Gouvernement avait pensé d'imposer une contribution obligatoire sur la plus-value que réaliseraient les créanciers du fait de la différence entre l'ancienne parité et le prix courant du change. Cette mesure, bien qu'absolument juste, n'aurait pas été pourtant équitable pour les deux parties en présence, car si elle devait réduire en partie le bénéfice exagéré du créancier, elle n'allégeait point la charge du débiteur. Aussi, le Gouvernement s'est-il arrêté à cette conversion exceptionnelle en drachmes de toutes les dettes intérieures contractées en devises étrangères ou en change.

(2) Cette mesure n'a pas atteint les dépôts des ressortissants étrangers existant dans les banques privées en Grèce.

que le remboursement de ces dettes s'effectuerait au cours de 100 drachmes par dollar, alors que le prix réel de cette devise sur le marché des changes était à ce moment de 150 drachmes environ. De cette mesure, le Gouvernement a exclu les dettes provenant des prêts hypothécaires amortissables envers la Banque du Crédit Foncier, en fixant le prix de la livre-sterling à 425 drs. Remarquons que la presque totalité de ces dettes était contractée en livres-sterling.

Certes, le prix du dollar à 100 drachmes ne fut pas déterminé au hasard. Bien au contraire, ce fut le produit des considérations suivantes : On a pris le cours du dollar pendant la stabilisation, à la base duquel avaient été contractées les obligations en monnaie étrangère, et l'on a augmenté, d'une part de la hausse du coût de la vie en Grèce, et d'autre part, d'une marge supplémentaire pour donner au créancier lors du remboursement de sa dette de change en drachmes, une quantité de drachmes supérieure à celle qu'il possédait au moment où il a contracté sa créance. On a calculé ce taux de 100 drachmes par dollar et corrélativement, on a fixé sur cette base le prix des autres monnaies étrangères de la manière suivante :

Le dollar, d'après la stabilisation de la drachme, valait 77 drachmes. Au moment de la publication de ce décret-loi, il représentait 150 drachmes environ. Le coût de la vie pendant le dernier semestre de 1931 était en moyenne à l'indice 1773. En juillet 1932, il s'était élevé à 1.950 environ, soit une diminution du pouvoir d'achat de la drachme à l'intérieur d'environ 12 %. Or, si l'on tient compte de la baisse intérieure du pouvoir d'achat de la drachme, le prix du dollar aurait dû être — théoriquement — de 85 drachmes environ et non de 150 drachmes comme il était alors. Le Gouvernement, pour sauver d'une ruine presque certaine les nombreux dé-

biteurs en change et pour préserver également dans une mesure relative les droits de leurs créanciers, a fixé à cent drachmes le prix du dollar. A ce taux, l'on pouvait se libérer de ses dettes en changes.

Néanmoins, la situation des créanciers en monnaie étrangère est restée après la publication de ce décret-loi, beaucoup plus avantageuse à celle des autres épargnants grecs. Les porteurs de drachmes restés fidèles à leur monnaie nationale ont vu leurs capitaux et leur épargne décroître continuellement depuis la guerre jusqu'à maintenant. Deux emprunts forcés, en 1922 et en 1926, la conversion obligatoire des Bons de la Défense Nationale en 1927, la stabilisation de la drachme au $1/15$ de sa valeur or, enfin la baisse actuelle de la monnaie au $1/36$ environ de sa valeur d'avant-guerre, ont rudement éprouvé l'épargne de ces personnes. Certes, les seuls qui furent réellement frappés par cette mesure, sont les émigrants grecs qui établis à l'étranger y avaient épargné par leur propre travail et avaient déposé leurs capitaux en change dans les banques de leur patrie. Il ne faut pourtant pas oublier, ainsi que l'indiquait au sujet de ce décret-loi, M. le Professeur Varvaressos, en qualité de Ministre des Finances, que les Grecs de l'étranger auraient peut-être subi des pertes bien plus considérables s'ils avaient investi sur des places étrangères leur épargne ou leurs capitaux : faillites de banques, effondrement des titres des emprunts et des valeurs en Bourse, baisse des monnaies considérées comme les plus saines, etc... Si donc, cette décision du Gouvernement hellénique a peut-être été moins néfaste que ces événements extraordinaires, il faut reconnaître encore qu'elle a pu éviter d'autres complications bien plus fâcheuses et pour eux, et pour l'ensemble de l'économie de leur patrie.

Il va de soi que ce décret-loi ne pouvait qu'être

l'objet de certaines critiques (1). Nous ne voulons pas les développer. Il se peut que la plupart d'entre elles soient plus ou moins justes. Pourtant, il ne faut pas oublier que toutes ces mesures édictées par le Gouvernement depuis le début de la crise monétaire, sont des mesures empiriques, imposées par les extraordinaires et très graves circonstances qu'ont traversées l'économie nationale et la monnaie du pays. Elles n'avaient qu'un but, le salut public. Dès lors, quand il s'agit du salut public, toute décision si préjudiciable soit-elle pour certaines catégories sociales, peut être pourtant la seule et la meilleure pour les intérêts de la collectivité tout entière : *Salus populi suprema lex esto*. Ce décret-loi fut le salut pour une grande partie de la société hellénique, à savoir, celui des débiteurs en monnaies étrangères et de l'organisme bancaire qui, sans cette mesure se serait effondré au détriment de l'économie nationale.

*
**

Nous en avons ainsi terminé avec les questions relatives à la suspension officielle de l'étalon-or en Grèce et celles qui concernent son indispensable complément, le décret-loi du 29 juillet 1932.

Dans les trois chapitres suivants, nous étudierons l'évolution de la crise monétaire en Grèce depuis la suspension de l'étalon-or, c'est-à-dire depuis avril 1932. Nous aurons donc à considérer d'abord, la politique budgétaire du Gouvernement hellénique, et le règlement provisoire de la Dette extérieure du pays, ensuite, la balance commerciale et la balance des comptes, enfin, l'évolution monétaire depuis la suspension de l'étalon-or.

(1) V. les déclarations de M. MAXIMOS faites aux journaux le lendemain de la publication du décret-loi et les réponses données par M. VARVARESSOS, *Ministre des Finances*, M. DROSSOPOULOS, *Gouverneur de la Banque Nationale de Grèce*, et de M. TSOUDEROS, *Gouverneur de la Banque de Grèce*.

CHAPITRE II

LES FINANCES PUBLIQUES APRÈS LA SUSPENSION DE L'ÉTALON-OR

Au cours de la partie précédente, nous avons vu que le budget de l'exercice compris entre le 1^{er} avril 1932 et le 31 mars 1933, c'est-à-dire le budget proprement dit de la crise monétaire, tel qu'il fut voté par les Chambres helléniques, comprenait : en recettes, 8.876 millions de drs, et en dépenses, 8.673 millions, soit un excédent de recettes de 2.800.000 drs. Ce budget ne comprenait, ainsi qu'il a été dit, au total que 1.463 millions de drs pour tout le service de la Dette publique. En outre, y était inscrit un crédit de 500 millions de drs destiné aux travaux productifs.

L'exécution de ce budget a laissé apparaître un déficit global s'élevant à 380 millions de drachmes environ (1). Celui-ci aurait été encore plus important si le Gouvernement hellénique n'avait pas pris des mesures sévères pour le réduire à cette somme. Outre la compression excessive des crédits, les recettes de cet exercice furent accrues de 760 millions de drs. Cette ressource supplémentaire était due, en dépit de lourdes

(1) Y. rapport de M. LOVERDOS, Ministre des Finances sur le budget de l'exercice financier courant, fait devant la Chambre des Députés, le 4 septembre 1933.

impositions déjà existantes, aux nouveaux impôts créés au cours de cet exercice.

Le déficit ci-dessus a été provoqué par deux causes : la première fut la forte diminution des recettes des douanes, conséquence de la limitation des importations. Cette diminution a entraîné une moins-value de 700 millions, environ par rapport aux recettes correspondantes du budget précédent. La deuxième fut l'augmentation de certaines dépenses de ce budget. Celles-ci furent inévitables eu égard d'une part, à la hausse des cours du change, plus importante que celle prévue lors des évaluations primitives. Tandis que la livre était calculée, au début de l'exercice 1932-33, au taux de 500 drachmes, elle s'est élevée en cours d'exécution à plus de 600 drachmes. D'autre part, le service de la Dette publique fut également accru. La somme globale qui y était affectée représentait, ainsi que nous l'avons indiqué, 1.463 millions de drs. Elle fut pourtant portée à 1.678 millions. La cause de cette augmentation fut le premier accord provisoire intervenu à Londres, entre le Gouvernement hellénique et les porteurs étrangers de fonds grecs. Cet accord a octroyé à ces derniers un versement de 30 % sur les intérêts échus pendant cet exercice financier. Son exécution a nécessité un supplément de 117 millions de drs, en plus des sommes qui étaient déjà inscrites sur le budget de cet exercice.

Telle apparaît l'exécution du budget pendant cette période. Celui-ci quoique voté en équilibre, et malgré la ferme politique du Gouvernement hellénique, tendant à augmenter ses recettes par de nouveaux sacrifices et à comprimer jusqu'à l'extrême limite ses dépenses, se clôtura en fin de compte par un déficit assez important qui pèsera évidemment sur le budget de l'exercice courant. Il est à remarquer que ce déficit serait énorme sans la suspension partielle du service de

la Dette publique. A défaut d'une semblable mesure, l'inflation pour des fins budgétaires aurait été inévitable en Grèce. Si elle avait eu lieu, l'avilissement complet de la drachme en aurait été aussi inévitable.

Quant au budget de l'exercice courant, compris entre le 1^{er} avril 1933 et le 31 mars 1934, il fut déposé devant le Parlement hellénique par M. Loverdos, Ministre des Finances dans le nouveau cabinet de M. Tsaldaris, constitué à l'issue des élections du 5 mars 1933, le 14 septembre 1933 (1). La cause qui provoqua ce retard — le budget aurait dû en effet être soumis au Parlement avant le 1^{er} avril 1933 — provient du fait que le Gouvernement hellénique désirait conclure auparavant un accord avec les créanciers étrangers pour déterminer les crédits qu'il devrait inscrire au budget actuel au titre de la Dette publique extérieure. Comme les négociations tardaient à aboutir, le Gouvernement décida de déposer le budget en affectant au service de la Dette extérieure, la somme maxima que la situation permettait d'y consacrer. Nous mentionnerons tout d'abord le budget actuel tel qu'il fut déposé d'abord à la Chambre hellénique, le 4 septembre 1933, c'est-à-dire avant le règlement du service de la Dette publique extérieure et ensuite nous indiquerons les modifications qui lui furent apportées en décembre de la même année.

Le budget actuel, tel qu'il fut présenté la première fois à la Chambre, évaluait le total des recettes à 7,966 millions de drs. Par contre, les dépenses s'élevaient à 8.291 millions (2), soit un déficit de 325 millions. Ainsi, le

(1) Les dépenses et les recettes publiques étaient autorisées jusqu'à cette date par les douzièmes provisoires.

(2) Parmi les dépenses se trouvaient également une somme de 400 millions de drs pour la continuation des travaux productifs. La somme affectée à ceux-ci dans le budget précédent s'éleva à 500 millions de drs.

budget de l'exercice courant quoique les dépenses en fussent inférieures à celles de l'exercice précédent, prévoit quand même un déficit de 325 millions de drs. La cause en réside encore dans la diminution importante des recettes. Ce déficit aurait été plus grand si le Gouvernement actuel, suivant ainsi la politique budgétaire de son prédécesseur n'avait pas pris des mesures toutes spéciales, afin de le résorber. Outre la compression encore plus sévère des dépenses, pour accroître les recettes le Gouvernement a créé des impositions supplémentaires, telle l'impôt sur le tabac, ou de nouvelles impositions, telle que l'impôt sur le chiffre d'affaires. Il a prescrit des aménagements fiscaux en abolissant les exonérations relatives à certains impôts, tel que celui récemment rétabli sur la propriété bâtie, qui frappe les immeubles autrefois totalement exempts. Enfin, le Gouvernement entend améliorer les recettes en luttant contre la fraude. Toutes ces mesures ont accru les recettes de cet exercice de 465 millions de drs. Si donc, on ajoute à cette augmentation celle de l'exercice précédent qui s'éleva à 760 millions de drs, l'ensemble des nouvelles recettes réalisées au cours de ces deux budgets, s'élève par conséquent à 1,225 millions de drs.

Pour le service de la dette publique, la somme globale qui était inscrite avant le second règlement du service de la dette extérieure, était de 1,238 millions de drs. Or, la dette publique hellénique s'élève actuellement si l'on tient compte de la hausse des cours des changes, à 68 milliards environ. Le service annuel en aurait donc exigé 5,380 millions sur un budget de recettes s'élevant à 7,966 millions, soit environ 70 0/0 de ses ressources totales. Les intérêts seuls, à l'exclusion de l'amortissement, auraient exigé environ 3,249 millions de drs, somme également trop lourde pour être supportée par le budget hellénique. C'est pour ce motif et aussi parce

que ni impositions nouvelles, ni aide extérieure ne peuvent dans les circonstances actuelles accroître les recettes budgétaires, que le Gouvernement décida d'inscrire la somme globale ci-dessus de 1,238 millions de drs pour l'ensemble du service de la dette publique du pays, tout en se réservant la faculté de conclure un accord avec les porteurs de titres helléniques. Nous verrons dans le paragraphe suivant que cet accord est conclu le 5 novembre 1933. Ainsi se présente le budget actuel, tel qu'il fut déposé au Parlement hellénique le 4 septembre 1931, avant les modifications qui lui furent apportées en décembre 1933. Sur celles-ci nous allons maintenant donner quelques précisions.

D'après ces modifications les dépenses s'élèvent à : 10.400.382.606 et les recettes à 9.747.570.530 soit un déficit de 652.810.076 de drachmes. Tout d'abord, signalons que la brusque augmentation des dépenses et des recettes du budget actuel par rapport à celles qui ont été inscrites dans le projet primitif est en grande partie apparente. Voici pourquoi : avant que soit conclu le second accord entre les créanciers étrangers et le Gouvernement hellénique, on n'avait pas inscrit au budget, toute la somme nécessaire au service de la dette extérieure, mais une partie seulement des intérêts afférents à cet exercice. Après la signature du second accord, les créanciers étrangers de la Grèce ont exigé que le Gouvernement hellénique inscrivit au budget ainsi qu'à celui de l'année suivante toute la somme afférente au service de la dette extérieure. De cette somme, une partie seulement est payée aux porteurs étrangers, à savoir 27 1/2 % pour l'exercice courant, et le reste soit 72 1/2 % est porté au budget d'un côté en dépenses apparentes, et de l'autre côté en recettes également apparentes. Ce procédé n'a évidemment aucun intérêt pratique. C'est une simple formalité qui sauvegarde les

principes ; un simple jeu d'écritures. La somme qui représente les 72 1/2 % des intérêts de l'exercice en cours, s'élève à : 1.689.133.640 drachmes. Elle figure deux fois au budget, en dépenses et en recettes.

Le déficit de 325 millions, quand fut déposé le premier projet du budget actuel, est passé après ces modifications à 650 millions de drachmes environ, soit un accroissement de 327 millions de drachmes. Les causes principales de cet accroissement sont les suivantes : la première consiste en l'augmentation de la somme afférente au service de la dette publique extérieure, la seconde est due à un accroissement des traitements des fonctionnaires. Avant la conclusion du second accord, on avait inscrit au budget 25 % des intérêts dûs. Depuis, le budget actuel prévoit le paiement de 27 1/2 %. Cette augmentation du pourcentage nécessitera un supplément de 113 millions. Ainsi la somme globale prévue par le budget actuel, pour le service de la dette publique, s'élève à 1.351.716.150 drachmes au lieu de 1.120 millions qui figuraient dans le projet primitif. De cette somme 101.241.070 concernent le service de la dette flottante, 618.525.000 celui de la dette intérieure et le reste, soit 631.950.080 est affecté à la dette extérieure.

Quant aux traitements des fonctionnaires, l'augmentation en est devenue inévitable en raison de la hausse du coût de la vie en Grèce : cette mesure nécessitera 120 millions.

Ces deux sommes à savoir : l'augmentation du service de la dette extérieure et celle des traitements des fonctionnaires, s'élèvent à 233 millions. Le reste du déficit, concerne certaines dépenses secondaires. Quoiqu'il en soit, le déficit prévu pour le budget actuel atteint, après les modifications apportées en décembre 1933, 652 millions de drachmes. On ne peut pas prévoir dès maintenant les résultats complets de l'exercice financier en

cours. Il faut les attendre pour apprécier définitivement l'importance de son déficit (1). Néanmoins, le Gouvernement hellénique a la ferme volonté d'assurer par tous les moyens en son pouvoir, l'équilibre budgétaire afin de parer ainsi à tout danger présent ou futur qui pourrait en résulter, pour la monnaie nationale. De plus, l'exécution jusqu'à l'heure actuelle du présent budget — décembre 1933 — s'effectue d'une manière assez satisfaisante, les recettes étant de beaucoup supérieures aux prévisions primitives. Il y a donc tout lieu d'espérer voire même d'être assuré que l'équilibre du budget de l'exercice en cours sera réellement rétabli et même comme l'a déclaré M. Loverdos, Ministre des Finances (2) qu'il se soldera en excédent ; ainsi le Gouvernement pourrait couvrir le déficit laissé par le budget précédent. En tout cas, ce qu'il faut remarquer en conclusion de ce qui précède c'est que les deux Gouvernements qui ont accédé au pouvoir depuis la crise monétaire jusqu'à l'heure présente, n'ont pas voulu, en dépit des circonstances extrêmement graves, recourir aux billets de l'Institut d'émission, c'est-à-dire à l'inflation pour couvrir les dépenses de l'Etat. Bien au contraire, ils ont préféré exiger du pays de très lourds sacrifices pour faire face à la situation nouvelle que la crise a fait naître.

§ 1. — *Le règlement provisoire du service
de la Dette publique extérieure.*

Le Gouvernement hellénique, aussitôt après la suspension du service de la dette publique a immédiate-

(1) A partir du budget de l'exercice courant, le Gouvernement hellénique a apporté certaines réformes techniques sur le budget de l'Etat, proposées par le Comité Financier de la S.D.N. et adoptées par lui. Voir ces réformes dans le rapport du Comité Financier de la S.D.N. N° officiel : C 387 M. 194.1933 II A, page 8, appendice A.

(2) V. les déclarations de M. LOVERDOS faites à la Chambre des Députés pendant la séance du 14 décembre 1933, relatives au budget de l'exercice courant.

ment engagé des négociations, par l'intermédiaire de ses représentants diplomatiques avec les porteurs étrangers de fonds grecs, en vue de conclure avec eux un arrangement conforme à la nouvelle situation monétaire et financière dans laquelle s'est trouvé le pays, en raison de la crise actuelle et de son impuissance à faire face intégralement à ses engagements internationaux. Les négociations aboutirent à la conclusion de deux accords signés à Londres (1). Le premier concerne les coupons échus pendant l'exercice financier 1932-1933, le second règle le sort des coupons des exercices financiers 1933-1934 et 1934-1935. Voici les traits essentiels de ces accords :

A. — Premier accord.

Il fut signé le 12 septembre 1932 par M. Varvaressos, Ministre des Finances, envoyé à Londres comme représentant du Gouvernement hellénique, d'une part, et d'autre part, par la « League Loans Committee », présidée par Sir Austen Chamberlain, pour les porteurs de titres grecs émis sous les auspices de la Société des Nations et par le « Council of Foreign Bondholder » pour les porteurs des autres emprunts helléniques. Par cet accord, les créanciers de la Grèce, vu son impuissance à exécuter intégralement ses engagements envers eux, ont consenti à lui octroyer un moratoire provisoire pour l'année 1932-1933. Pendant cette période, le service et

(1) Certes, ces accords sont signés seulement avec des porteurs anglais. Mais, étant donné que ces derniers détiennent la majeure partie des titres helléniques, à l'arrangement intervenu avec eux, ont participé également les porteurs de fonds grecs des autres pays. Voici comment sont répartis les titres des emprunts helléniques extérieurs dans les pays suivants : En Angleterre 55 % — y compris les porteurs de la nationalité hellénique résidant dans ce pays —, en France 5 %, en Amérique 7 %, en Belgique 3 %, en Suède 3,4 %, en Suisse 0,5 %, en Italie 0,5 %, en Hollande 0,4 % et le reste, soit 25 %, en Grèce.

L'amortissement de la dette extérieure hellénique furent suspendu. Sur les intérêts échus pendant cette année, la Grèce a versé à ses créanciers, un acompte de 30 %. Pour le reste, soit 70 %, le Gouvernement hellénique s'engagea à le régler par des « fundings » dont les conditions seront arrêtées ultérieurement par un accord définitif. Cet accord prévoyait également qu'une nouvelle conférence aurait lieu en novembre 1932 pour examiner dans quelle mesure la situation monétaire et financière du pays lui permettrait d'assurer le service de sa dette extérieure. En dernier lieu, il a été décidé que les sommes déposées en compte bloqué par la Commission Financière Internationale et provenant des revenus qui lui sont affectés et qu'elle avait retenus, lors de la suspension du service des emprunts soumis à son contrôle, seraient restitués au Gouvernement hellénique aussitôt après le versement des 30 % aux porteurs étrangers. La question de savoir si le versement de cet acompte serait effectué en or ou en livres dépréciées n'a pas été tranchée par cet arrangement. Il a été décidé seulement qu'elle serait ultérieurement résolue par un arbitrage (1) ainsi que le prévoit d'ailleurs l'article 32 de la loi de 1897 qui a institué le Contrôle International en Grèce (2).

Après quelques difficultés inhérentes à l'application de cet accord, le Gouvernement hellénique a finalement

(1) La question du paiement en or avait été demandée par les porteurs français des titres helléniques conformément au principe existant en France que la clause-or insérée dans les emprunts internationaux est toujours valable. Au contraire, les porteurs anglais n'ont pas insisté sur cette question. Toutefois, l'arbitrage n'a pas eu lieu, les porteurs français ayant accepté eux aussi d'être payés en change déprécié.

(2) Sur la question du mode de paiement, voir l'article de M. DERTILIS : *La Dette publique hellénique*, dans *Revue de la Société Belge d'Etudes et d'Expansion*, mois de mars 1933.

mis à la disposition des porteurs étrangers (1), en janvier 1933 les sommes nécessaires au versement de cet acompte sur les intérêts dûs par la Grèce en 1932-1933. Le paiement a exigé le transfert des sommes suivantes : £ 740.059, francs français : 5.267.273, francs suisses : 2.091.091 et doll. : 584.004, ce qui fait au total après conversion en dollars de ces différentes monnaies doll. : 3.665.525 prélevés sur l'encaisse de la Banque de Grèce. Au lendemain du transfert la Banque conservait au total 7.798.356 dollars, y compris aussi les dollars 6.533.356 résultant de la conversion obligatoire en drachmes, effectuée en vertu du décret-loi du 29 juillet 1933. Il apparaît clairement de cette situation de l'encaisse de la Banque de Grèce, que la Grèce, compte tenu également de la situation critique de ses finances, ne pouvait transférer un versement supérieur à 30 %.

Aussitôt après le versement de cet acompte aux créanciers étrangers, la Commission du Contrôle International a restitué au Trésor hellénique les fonds qu'elle détenait depuis que la Grèce avait suspendu ses paiements. Cette somme, qui s'élevait à 1.250 millions de drachmes, permit au Trésor hellénique de rembourser la plus grande partie de sa dette flottante envers l'Institut d'émission. Celle-ci représentait à ce moment 1.882 millions de drachmes. Elle fut ainsi réduite à 632 millions. C'est en violation des statuts de la Banque de Grèce que cette dette gouvernementale était née. Comme nous le savons déjà, le Gouvernement ne peut solliciter des avances de la Banque de Grèce que jusqu'à concurrence de 400 millions de drachmes. Or, après que la Commission Financière Internationale eut bloqué les fonds ci-dessus mentionnés, le Trésor hellénique s'est adressé à

(1) Les porteurs grecs des emprunts extérieurs furent payés en drachmes. Le nombre des titres détenus par eux constitue le quart du total de la dette extérieure hellénique.

la Banque pour en obtenir des crédits en attendant que les sommes détenues par la C.F.I. lui soient restituées. Le même fait s'est produit aussi après le premier règlement du service de la dette extérieure hellénique. La Commission Financière Internationale a de nouveau bloqué les excédents des revenus qui lui sont affectés. Elle ne les a rendus au Trésor hellénique qu'après la signature du second accord. Le Trésor, une fois de plus, eut recours à la Banque pour obtenir des avances, remboursables dès la restitution des fonds détenus par la C.F.I. D'après le bilan de la Banque de Grèce du 30 novembre 1933, les crédits à vue, accordés par la Banque au Trésor, s'élèvent à 2.156 millions de drachmes.

Tel est rapidement décrit le premier accord relatif au service de la dette extérieure hellénique, pendant l'exercice financier 1932-1933. Examinons maintenant le second.

B. — Deuxième accord.

Immédiatement après l'exécution du premier accord, le Gouvernement hellénique engagea de nouveau des négociations avec les ligues des porteurs étrangers de titres helléniques, afin de régler définitivement le service de la dette extérieure. Malheureusement, il s'est heurté immédiatement au refus des porteurs étrangers qui n'admettaient qu'un règlement provisoire. Les négociations furent difficiles en ce qui concerne l'appréciation de la capacité de la Grèce, d'assurer le service de sa dette extérieure. Le Gouvernement hellénique, pour démontrer d'une manière incontestable la situation extrêmement critique du pays, a eu recours, d'accord avec les créanciers étrangers, à la Société des Nations. Par ses lettres des 10 et 21 avril 1933, il a prié la Société des Nations, de procéder à une enquête sur la situation financière et monétaire. Le Conseil de la Société des Na-

tions donna suite à cette demande et autorisa le Comité Financier à prendre toutes mesures utiles. En exécution de cette décision, une délégation du Comité Financier s'est rendue en Grèce en mai 1933 (1). La délégation fut composée de MM. Mlynarski et Tumedei, membres du Comité Financier, et M. Laure, représentant M. Dayras. L'ont également accompagnés, M. Rosenborg, M. von Suchan, et M. Xenakis, du Secrétariat de la Société des Nations. M. Royall Tyler, représentant du Comité Financier à Budapest l'avait précédée, en qualité d'expert et y remplit ensuite les fonctions de membre. Arrivée en Grèce, la délégation examina minutieusement la situation monétaire et financière. Le résultat de ses constatations fut discuté par le Comité pendant sa session extraordinaire, tenue à Londres, du 6 au 14 juin 1933, en présence de M. Maximos, Ministre des Affaires Etrangères et de M. Loverdos, Ministre des Finances qui étaient alors à Londres comme délégués de leur pays à la Conférence Economique Mondiale. Le Comité Financier, après avoir entendu la délégation et les explications supplémentaires fournies par les deux représentants helléniques, a rédigé son rapport. Celui-ci fut soumis au Conseil de la Société des Nations, le 30 juin 1933.

Dans ce rapport, document très précieux qui reflète exactement la situation économique et monétaire de la Grèce, telle qu'elle résulte de la crise monétaire, le Comité décrit l'état de l'économie nationale, les répercussions de la crise économique d'abord, de la crise monétaire ensuite, sur la balance des paiements et sur la monnaie nationale. Il déclare notamment : « que l'effet constant d'une balance du commerce normalement

(1) Avant de s'adresser à la Société des Nations, le Gouvernement hellénique avait invité ses créanciers à envoyer une délégation en Grèce pour constater la situation sur place. C'est à la suite de leur refus que la Grèce s'est adressée à la S.D.N.

défavorable, la diminution des recettes provenant des postes invisibles et le fait que l'afflux des capitaux étrangers s'est subitement arrêté à la fin de 1931 ont rendu inévitable une carence partielle. En 1932, la Grèce s'est donc trouvée dans l'impossibilité d'effectuer les paiements afférents à la plus grande partie de sa dette extérieure, et, après avoir fait, au prix de la perte de la plus grande partie de la couverture de sa monnaie, de vains efforts pour maintenir la drachme à la parité adoptée lors de la stabilisation, elle a finalement été obligée d'abandonner cette parité. Après cet événement, des progrès ont été réalisés dans la voie du rétablissement de l'équilibre de la balance du commerce par une diminution radicale des importations, mais en même temps, les remises des émigrants grecs à l'étranger — qui constituent le principal poste actif de sa balance des comptes — sont tombées, d'après les calculs de la Banque de Grèce, à moins de la moitié du chiffre qu'elles atteignaient encore en 1931. La capacité de la Grèce d'effectuer à l'avenir des transferts pour le service de sa dette publique extérieure dépendra principalement d'une part, du développement de ses exportations et des mouvements des remises des émigrants et, d'autre part, des mesures qu'on prendra pour empêcher les importations d'atteindre un niveau excessif » (1).

Examinant ensuite les finances publiques (le rapport a été rédigé avant le dépôt devant les Chambres helléniques du budget actuel), le Comité s'exprime ainsi :

« Le Gouvernement hellénique en établissant les prévisions de recettes pour 1933-1934 sur la base de la législation fiscale existante et en tenant compte des résultats récents est arrivé aux chiffres ci-après : recettes 7.716 millions de drachmes ; dépenses (sans compter les

(1) V. rapport du Comité, p. 3.

charges de la dette publique), 7.054 millions de drachmes ; excédent, 662 millions de drachmes. Comme on l'aura constaté ci-dessus — ceci est relatif aux mesures déjà indiquées dans le paragraphe précédent concernant l'augmentation des recettes — le Gouvernement se propose d'accroître les recettes d'une somme de 465 millions de drachmes par an ; il ne faut pas attendre de ces mesures, par suite de leur application tardive, plus de 250 millions de drachmes, pour l'année courante ; de cette façon, l'excédent, abstraction faite des charges de la dette, serait porté à 912 millions de drachmes (1). »

Or, étant donné que cette somme devait couvrir le service total de la Dette publique, la part afférente au seul service de la dette extérieure correspondait à 15 % des intérêts payables pendant cet exercice.

Le Gouvernement hellénique, sur la base de ce rapport du Comité Financier de la Société des Nations à laquelle il s'était adressé, d'accord avec ses créanciers, chargea M. Maximos et M. Loverdos, alors à Londres, de leur annoncer que la Grèce ne pouvait payer plus de 15 % sur les intérêts de l'exercice courant sans bouleverser l'équilibre de son budget. Cette offre fut rejetée par les créanciers. Après de longues négociations, les délégués helléniques ont élevé le pourcentage à 22 1/2 pour cent, pour l'année 1933-1934, et à 27 1/2 pour cent pour l'année suivante. Ces nouvelles propositions ne rencontrèrent pas meilleur accueil de la part des créanciers. Ils insistaient pour que le pourcentage soit porté pour les quatre semestres des deux années 1933-1934 et 1934-1935 à 25 %, 30 %, 35 % et 40 %. Ils alléguaient que la situation générale en Grèce commençait à s'améliorer et que de toute façon, elle était meilleure que l'année précédente où 30 % furent payés. Les représentants

(1) V. rapport du Comité, p. 7.

helléniques soutenaient au contraire que l'amélioration économique n'était qu'apparente et que leur pays ne pourrait pas verser plus de 22 1/2 % et de 27 1/2 % pour ces deux années (1). M. Maximos et M. Loverdos ont alors offert aux porteurs de soumettre à un arbitrage la question de savoir dans quelle mesure la Grèce peut assurer le service de sa dette extérieure, l'arbitre étant désigné d'un commun accord. Malheureusement cette proposition fut également rejetée. Ainsi, comme les négociations n'aboutissaient pas, les représentants du Gouvernement hellénique quittèrent Londres en maintenant leurs dernières offres. C'est alors, sur la base de celles-ci que fut inscrit au budget actuel, comme nous l'avons précédemment vu, la somme de 1.238 millions de drachmes, ce qui a élevé le déficit primitif à 325 millions.

Cependant, les négociations furent poursuivies après le départ de M. Maximos et de M. Loverdos entre les représentants des créanciers et le Ministre de Grèce à Londres, M. Caclamano. Après des concessions mutuelles, les négociations aboutirent heureusement à la signature d'un accord sous forme de lettres échangées le 5 novembre 1933, entre M. Caclamano et Sir Austen Chamberlain, agissant au nom de son groupe de porteurs étrangers des emprunts helléniques extérieurs émis sous les auspices de la Société des Nations, et au nom du groupement des porteurs des autres emprunts extérieurs de Grèce.

Par cet accord, la Grèce s'engage à transférer les sommes nécessaires au paiement des intérêts des années 1933-1934, et 1934-1935, ainsi qu'il suit : pour le premier exercice financier, 27,5 p. 100, pour le second 35 p. 100. Pour le reste, le Gouvernement hellénique émettra des

(1) V. l'article de M. LOVERDOS : *La dette publique hellénique et les négociations avec les porteurs étrangers*, dans le quotidien *Proia*, 21 septembre 1933.

bons de caisse sans intérêts. Il les déposera soit à la Commission Financière Internationale d'Athènes, soit ailleurs, selon une convention qui doit intervenir avec les créanciers à ce sujet. Les transferts doivent être assurés en livres-papier, pour tous les emprunts helléniques, sauf ceux émis en dollars. Les transferts de ces derniers s'effectueront aussi en dollars-papier. Ainsi, le mode de paiement est tranché d'après cet accord, à l'inverse du précédent qui n'avait pas décidé dans ses stipulations, si les intérêts des emprunts helléniques dans lesquels est insérée la clause-or devaient s'effectuer également en or ou en change déprécié. Le deuxième accord stipule nettement que le paiement partiel de 27 1/2 % et de 35 % doit être effectué en livres-papier ou en dollars-papier. Cet accord confirme la jurisprudence anglaise qui, on l'a rappelé ci-dessus (1) estime que la clause-or ne peut pas être valable après la proclamation du cours forcé. A propos de la validité de la clause-or insérée dans les contrats internationaux, il est intéressant de mentionner que, contrairement à la conception des tribunaux anglais, le Comité judiciaire de la Chambre des Lords a rendu en décembre 1933, un arrêt statuant en dernier ressort. Après avoir cassé les jugements des deux tribunaux inférieurs, il déclare que les intérêts et l'amortissement des emprunts internationaux conclus en or, doivent être effectués également en or (2). L'importance de cette décision du Comité Financier de la Cham-

(1) V. p. 230

(2) Une Compagnie belge avait émis en 1928 en Grande-Bretagne des bons à 5 % libellés en or ; il était stipulé dans les affiches de la Compagnie que l'intérêt et le capital seraient assurés en souverains d'or du poids et de la finesse existants au 1^{er} septembre 1928, ou en monnaie de valeur équivalente. A la suite de l'abandon par la Grande-Bretagne de l'étalon-or, la Société prétendit payer ses coupons en livres-sterling dépréciées. Les obligataires réclamèrent le paiement en or et assignèrent la Compagnie devant les tribunaux britanniques. Successivement le Tribunal de première instance et la Cour d'Appel donnèrent raison à la Compagnie, déclarant que la

bre des Lords, pour certains grands emprunts internationaux, est évidemment très grande (1). Le transfert des sommes doit être effectué immédiatement pour les coupons déjà échus ou à échoir aux dates habituelles. Enfin, l'accord décide que le Gouvernement hellénique doit engager de nouvelles négociations avec les créanciers étrangers avant de préparer le budget 1935-1936, et au plus tard le 31 janvier 1935, pour conclure avec eux un nouvel accord, qui remplacera l'accord actuel lors de son expiration.

Telles sont les lignes générales du règlement provisoire de la dette extérieure. La Grèce n'a pas manqué de s'imposer tous les sacrifices possibles pour faire honneur, dans la mesure de ses forces, à ses engagements internationaux. Si elle n'a pas pu satisfaire intégralement à ses obligations, la faute en est aux circonstances extraordinaires et catastrophiques que la crise actuelle a fait naître, non pas seulement à sa charge, mais aussi à celle de tous les pays. Sa bonne foi ne saurait être contestée. Certes, un règlement définitif du service de sa dette extérieure aurait été plus souhaitable que ce règlement provisoire. Malheureusement les événements ne l'ont pas permis. Quoiqu'il en soit, ce règlement, bien que provisoire, doit être considéré comme étant assez satisfaisant et pour le crédit international de Grèce, et pour ses créanciers. La Grèce ne manquera pas, il n'y a pas de doute, d'affecter une plus large part de ses recettes au service de sa dette extérieure et même de l'assurer intégralement dès que sa situation financière et monétaire lui en donnera la faculté.

livre-sterling dépréciée ou non resterait la monnaie légale de la Grande-Bretagne et que la clause-or était infirmée. C'est à propos de cette affaire que le Comité Financier de la Chambre des Lords a rendu la décision ci-dessus mentionnée. V. *Information* des 17 et 19 décembre 1933.

(1) C'est ainsi pour le service de l'emprunt Young et le service de la dette égyptienne.

CHAPITRE III

LA BALANCE DES COMPTES GRECQUE APRÈS LA CRISE MONÉTAIRE

A la fin de la première partie nous avons exposé la situation de la balance des comptes de la Grèce pendant les trois années qui ont précédé la crise monétaire. Nous avons constaté que le déficit global de ces trois années s'éleva à 725 millions de francs-or environ. Ce déficit, énorme pour un petit pays comme la Grèce, fut couvert par l'aide extérieure sous forme de crédits publics ou privés à long et à court terme et par des prélèvements importants sur les réserves en or et en change de la Banque de Grèce. Au cours des pages qui précèdent, nous avons également examiné les diverses mesures que le Gouvernement a pris aussitôt après la crise monétaire et ensuite par la loi de la suspension de l'étalon-or, pour redresser, dans la mesure du possible, la balance déficitaire du pays. Nous nous proposons ici d'étudier la balance des comptes grecque depuis la crise monétaire. Malheureusement, nous ne possédons pas encore les chiffres relatifs à 1933 (1). Nous nous bornerons

(1) Les relevés les plus détaillés de la balance des paiements de la Grèce, ainsi que nous l'avons signalé dans la première partie, sont ceux publiés par la Banque de Grèce pour les quatre années 1929, 1930, 1931 et 1932. Les données statistiques dont nous faisons ici état ont été calculées sur la base des évaluations de la Banque de Grèce. V. la balance des paiements de la Grèce pour l'année 1932 dans le rapport de M. TSOUDEROS relatif à l'exercice bancaire de 1932.

par conséquent à décrire la balance des comptes pendant l'année 1932, seulement. D'après les calculs de la Banque de Grèce, la balance des comptes grecque pour l'année 1932, évaluée en francs-or, se présente ainsi :

BALANCE DES COMPTES POUR L'ANNÉE 1932

EN MILLIERS DE FRANCS-OR.

A. — *Eléments créditeurs*

Exportations des marchandises	174.500
Revenu de la marine marchande.....	21.985
Remises des émigrants	70.000
Revenu des capitaux grecs placés à l'étranger.	36.555
Revenu du Tourisme	20.780
Réparations	—
Total.....	323.820

B. — *Eléments débiteurs*

Importation des marchandises	326.000
Service de la Dette publique extérieure.....	29.535
Dépenses gouvernementales	25.810
Dépenses des Grecs à l'étranger	7.500
Primes d'assurance payées à des Sociétés étrangères	820
Intérêts et dividendes des capitaux étrangers placés en Grèce	9.700
Total.....	399.365

Crédit + ou débit — 75.545

Ce qui est le plus intéressant dans ce tableau, c'est, d'une part l'importante diminution du déficit de cette année par rapport à l'année précédente (75 millions de francs-or contre 211 en 1931) et, d'autre part, le grand fléchissement de tous les éléments créditeurs. En parti-

culier, les remises des émigrants grecs qui constituaient toujours l'élément actif le plus important de la balance des comptes du pays ne représentent plus pour cette année (1) que la moitié ou le tiers des valeurs correspondantes en 1931 et en 1930. En revanche, les revenus résultant de la marine marchande et du tourisme ont relativement peu diminué par rapport à l'année précédente. Ce dernier semble même être sensiblement accru en 1933 à cause de l'afflux des étrangers qui profitant de la hausse des changes se rendirent en Grèce.

La réduction du déficit est due aux mesures exceptionnelles que le Gouvernement a été contraint d'édicter pour redresser la balance des paiements. Parmi celles-ci, les plus importantes sont, d'une part, la suspension du service de la dette extérieure, que nous avons précédemment relaté, d'autre part, la politique commerciale du Gouvernement, que nous allons maintenant examiner.

Le déficit ci-dessus de la balance des comptes fut réglé dans la balance des règlements ainsi qu'il suit :

BALANCE DES RÈGLEMENTS POUR L'ANNÉE 1932
EN MILLIERS DE FRANCS-OR.

A. — *Actif*

Emprunts publics	1.185
Emprunts privés	—
Crédits consentis par l'étranger aux banques privées helléniques	—
Intérêts des emprunts nationaux extérieurs payés en Grèce	17.730

(1) Pour le premier semestre de 1933, les remises des émigrants semblent s'élever à 27 millions de frs-or. V. *Bulletin bimestriel de la Banque de Grèce*, n° 5 (35), 1933, p. 143.

Diminution de l'encaisse de la Banque de Grèce.	56.415
Renfort indéterminé	16.485
Total	91.815

B. — *Passif*

Déficit de la Balance des comptes	75.545
Rapatriement des titres	—
Restitution des crédits bancaires	16.270
Total	91.815

Le trait caractéristique de ce tableau c'est l'absence dans son actif de tout poste afférent, soit aux emprunts publics, — sauf une somme fort petite — soit aux emprunts privés, soit enfin aux crédits bancaires (1). Dans le passif également ne figure aucune somme au poste relatif au rapatriement des titres. Ceci est dû au contrôle des devises que le Gouvernement a prescrit depuis la crise monétaire.

Par conséquent le déficit laissé par la Balance des Comptes, pendant cette année a été couvert : a) dans la majeure partie par une diminution de 56.415.000 francs-or, des disponibilités de la Banque de Grèce. Il faut remarquer cependant que cette réduction ne concerne que la période comprise entre janvier et mai 1932, car, ainsi que nous allons voir dans le chapitre suivant, depuis le mois de mai l'encaisse de la Banque de Grèce a constamment augmenté ; b) par un faible concours extérieur de 1.185.000 francs-or obtenu par l'intermédiaire de l'Institut d'émission ; c) par un apport de 16.485.000 francs qui a pu provenir soit des remises des émigrants

(1) L'autre élément concernant les intérêts des emprunts nationaux extérieurs payés en Grèce ne constitue qu'un article de compensation.

grecs ayant échappé à la statistique, soit des capitaux grecs ou spéculatifs entrés dans le pays pour bénéficier de la dépréciation de la drachme.

Il y a lieu de noter que le passif de la balance des comptes ne comprend pas en 1932 le versement de 30 % des coupons échus pendant l'exercice 1932-1933 dont une partie, si elle grève l'année 1932, — avril-décembre, — a, en fait, été payée après la fin de l'année. La partie de cette somme incombant à l'année 1932, aurait été acquittée grâce à une diminution correspondante des disponibilités en change de la Banque de Grèce, telles qu'elles apparaissent au 31 décembre 1932.

Ainsi, se présente la balance des comptes de la Grèce, pendant l'année 1932, c'est-à-dire pendant l'année de crise proprement dite. La conséquence de ce déséquilibre économique du pays s'est manifestée sur le marché des changes où la rencontre des courbes des offres et des demandes de devises étrangères, influencées par des facteurs psychologiques défavorables, a élevé le cours du change jusqu'à son niveau actuel.

Ayant indiqué précédemment les différentes mesures prises par le Gouvernement pour assurer autant que possible l'équilibre économique du pays, nous allons dans le paragraphe suivant nous limiter à l'étude de sa politique à l'égard de la balance commerciale depuis le début de la crise.

§ 1. — *La nouvelle politique en matière des échanges commerciaux et la balance commerciale.*

La politique commerciale de la plupart des Etats y compris la Grèce, se fondait avant la crise monétaire sur le principe de la liberté des échanges internationaux des marchandises avec insertion dans les traités de commerce de la clause de « la nation la plus favorisée ». La crise monétaire, entre autres méfaits, a marqué égale-

ment la fin sinon définitive, — toute prédiction sur ce point ne pouvant bien entendu être que téméraire, — du moins provisoire de ce régime. La conséquence inévitable de ce changement a été la réduction encore plus grande du commerce international déjà atteint par la crise économique.

Le système des diverses limitations des importations dans chaque pays a pris une ampleur quasi universelle, à partir du moment où la Grande-Bretagne abandonnant par l' « Import Duties Act » (29 février 1932) le libre-échange entra dans la voie du protectionnisme. Depuis, le protectionnisme le plus orthodoxe et l'autarchie devinrent la règle générale de la politique commerciale de presque tous les pays.

Les procédés auxquels les différents Etats ont eu recours pour limiter au strict minimum les importations des marchandises étrangères sur leur territoire respectif sont les suivants : 1°) la création de taxes élevées opposant ainsi des barrières douanières à l'entrée des marchandises étrangères ; 2°) la prohibition des importations, absolue ou relative par « contingentement ». Ce procédé consiste à limiter par des décisions périodiques la quantité de telle ou telle marchandise dont l'entrée sur le territoire du pays est autorisée (1). Or, il n'est pas d'entrave plus grande à la liberté commerciale que ce système. D'ailleurs, il est defectueux par lui-même ; contingentement ne signifie qu'attribution, favoritisme, intervention politique ; 3°) Le régime d'échange des marchandises et l'institution des bureaux de compensation « clearings ». Ce n'est en réalité qu'un retour à la forme primitive du commerce, c'est-à-dire à l'ancien troc. Il a pour but de supprimer en grande partie les besoins de

(1) V. Professeur Roger PICARD : *Le commerce international des denrées alimentaires et le « contingentement »*, dans le *Capital*, édition économique, 5 mars 1932.

change et de n'autoriser les importations des produits étrangers que si les Etats consentent à accepter en paiement les marchandises des pays importateurs. Ce système a ceci de particulier : il prévoit l'ouverture auprès de la Banque d'émission de chaque pays contractant d'un compte libellé en sa devise nationale qui est crédité ou débité, suivant le cas, du montant des marchandises importées ou exportées. C'est la nouvelle phase dans laquelle est déjà entrée une grande partie du commerce international depuis le début de la crise monétaire.

La Grèce, pays dont la balance est extrêmement défavorable, a dû recourir successivement à tous ces procédés pour parer dans la mesure du possible à la demande des devises étrangères inhérentes au commerce extérieur.

Les premières restrictions des importations furent imposées indirectement ainsi que nous l'avons vu au commencement de la partie précédente par les décrets-lois du 28 septembre et du 8 octobre 1931, sous forme de contrôle des devises étrangères. Ces mesures n'ont pas donné de résultats appréciables. Ainsi, en même temps qu'on releva le droit de douane par la loi 5.426 du 26 avril 1932, on restreignit quantitativement les entrées des marchandises. C'est l'application du système des contingentements. La durée de ces limitations est fixée à six mois. Elle est prorogée à la fin de chaque semestre. La dernière concerne la période comprise entre le 15 novembre 1933 et le 15 mai 1934. Parallèlement à ces mesures la Grèce a conclu diverses conventions avec de très nombreux pays. Elles règlent l'échange des produits grecs contre des produits étrangers, par l'intermédiaire des bureaux de compensation (1). Les Etats avec lesquels

(1) Le Conseil Supérieur Economique a donné un avis favorable à ces conventions, V. C.S.E. : *Le Commerce extérieur de la Grèce et les conventions d'échange des marchandises*, Athènes, 1932.

la Grèce a passé jusqu'à présent de tels accords, sont les suivants (1) : La France, convention du 20 juillet 1932, entrée en vigueur le 28 juillet 1932. Elle stipule que le règlement des créances commerciales doit se faire par le système de la compensation « clearing ». La compensation a lieu en Grèce à la Banque de Grèce, en France, à l'Office de Compensation créé à la Chambre de Commerce de Paris. La durée en est illimitée, elle peut être dénoncée par chacune des parties contractantes, moyennant un préavis de quinze jours. Tchécoslovaquie, convention du 30 juillet 1932. Yougoslavie, convention du 20 juillet 1933. Suisse, accord du 30 mars 1933. Turquie, convention du 9 mai 1933. Albanie, convention du 25 juin 1933. U.R.S.S., accord du 8 septembre 1933.

Le Gouvernement hellénique a conclu également des accords avec le monopole du tabac de certains pays pour organiser l'échange du tabac grec contre les produits de ces pays. De tels accords sont passés avec le monopole autrichien du tabac (26 mai 1932), avec le monopole suédois (19 décembre 1932), avec le monopole hongrois (8 juin 1933), et avec le monopole polonais (2 novembre 1932).

Enfin, par décision des Ministères des Finances et de l'Economie Nationale, l'importation des produits de certains pays est autorisée seulement si ces derniers acceptent sur leur territoire les exportations helléniques. Ces Etats sont les suivants : l'Autriche, le Danemark, le Japon, la Norvège, la Hongrie, la Roumanie, la Suède, la République Argentine, l'Esthonie, la Perse, la Pologne, le Canada et l'Australie. Avec ces deux derniers pays, l'échange des produits grecs se fait contre du blé.

Les opinions sont toujours très divisées en ce qui concerne les avantages de ce système d'échanges des mar-

(1) V. la plupart des textes de ces conventions dans le *Bulletin bimestriel de la Banque de Grèce*.

chandises. Il est incontestable qu'il entrave les transactions, mais il est certain aussi que la Grèce ne dispose pas d'autres moyens pour amener ceux qui lui vendent leurs produits à se procurer chez elle ce qu'elle peut leur fournir.

D'après ce qui précède voyons maintenant comment se présente la balance commerciale de la Grèce pour 1932 (1). Le total du commerce extérieur de la Grèce pendant cette année s'est élevé à 2.884.009 tonnes d'une valeur de 12.629 millions de drachmes stabilisées, soit 500.500.000 de francs-or, contre 3.129.200 tonnes d'une valeur de 13.028 millions de drachmes stabilisées, équivalentes à 861.650.000 de frs-or en 1931. Par conséquent, le mouvement général du commerce extérieur, c'est-à-dire l'ensemble des exportations et des importations est inférieur de 7,8 p. 100 en quantité et de 40,8 p. 100 en valeur — calculée en francs-or — aux chiffres de l'année précédente.

Sur le total général ci-dessus :

Les importations représentent 2.373.024 tonnes d'une valeur de drachmes 7.870 millions ou de 326.000.000 de francs-or et les exportations 511.995 tonnes sont évaluées à 4.759 millions de drs ou de 174.500.000 de francs-or, soit un déficit de 3.111 millions de drachmes ou de francs-or 151 millions.

En 1931 : importation tonnes 2.540.500, d'une valeur de drachmes 8.825 millions ou de francs-or 583 millions; exportation tonnes 588.700 évaluées à 4.202 millions de drachmes ou de francs-or 277.950, soit un déficit de 4.625 millions de drachmes ou de francs-or 310.750. Les importations en 1932 comparées à celles de 1931 ont donc diminué, sur leur valeur en francs-or, de 42,4 p. 100.

(1) Sur l'évolution du commerce extérieur de la Grèce avant et après la crise monétaire, CATSOULIS : *Commerce extérieur et production nationale en Grèce*, Athènes, 1933.

D'autre part, les exportations sont réduites, sur la valeur en francs-or également, de 36,5 p. 100.

Ainsi que le montrent ces chiffres, le déficit de la balance commerciale grecque en 1932 a donc beaucoup diminué par rapport à celui de l'année précédente. Cette réduction doit être attribuée à la baisse, relativement légère cependant des quantités de marchandises importées et surtout à celle des prix des articles importés. La hausse des changes et l'écart qui s'est constitué entre le pouvoir d'achat intérieur de la drachme et sa valeur extérieure (1), bien qu'il ait contribué lui aussi à restreindre les importations, n'a pourtant pas stimulé les exportations. Telle se présente la balance commerciale de la Grèce pour l'année 1932. En 1933, elle semble s'améliorer davantage.

Des chiffres relatifs à la période 1^{er} janvier 1933 au 31 septembre 1933, qu'a jusqu'ici publiés la statistique générale de la Grèce, nous extrayons les données suivantes : importations, tonnes 1.407.500 d'une valeur de 179.000.000 de francs-or ; exportations, tonnes 465.500 d'une valeur de 98.300.000 francs-or, soit un déficit de 81.800.000. Pour la période correspondante de 1932, les chiffres sont : importations, tonnes 1.791.000, valeur 269.103.000 francs-or ; exportations, tonnes 324.000, valeur 118.733.000 francs-or, soit déficit 150.370.000 francs-or. Ainsi qu'on le voit, le déficit de cette période de l'année 1933, est réduit à la presque moitié de celui de la période correspondante en 1932. De même l'exportation pendant les dix mois de 1933 apparaît augmentée de 140.500 tonnes par rapport à celle du laps de temps correspondant de 1932. Si la valeur des exportations pour cette année n'est pas également accrue, ceci est dû à la baisse des prix des produits grecs exportés. Quoiqu'il en soit, on peut affirmer que la balance commerciale hel-

(1) V. page 280.

lénique pour l'année 1933, sera fort améliorée et que son déficit aura beaucoup diminué.

Néanmoins, ce qu'il faut retenir comme conclusion après avoir étudié la balance commerciale de la Grèce depuis la crise monétaire, c'est que, bien que les mesures prises par le Gouvernement et la hausse du change aient sensiblement réduit son déficit, autrefois énorme, l'équilibre commercial du pays n'est pas encore assuré. Ceci étaye l'opinion que la Grèce ne parviendra pas à équilibrer sa balance commerciale aussi longtemps que les travaux productifs, dont il a été question plusieurs fois, ne seraient pas complètement terminés. C'est par l'augmentation de la production indigène des produits alimentaires et principalement du blé — puisque les 64 p. 100 environ du total des importations pour l'année 1932, sont constitués par des importations de denrées de première nécessité — que la Grèce pourra un jour non seulement équilibrer sa balance commerciale, mais bien plus, la rendre favorable. En obtenant ce résultat, elle équilibrera également sa balance des comptes.

Toutefois, il faut remarquer, avant de clore ce chapitre, que la diminution importante du déficit de la balance des comptes ci-dessus constatée a permis à la Banque de Grèce, comme nous allons le voir dans le chapitre suivant, de reconstituer son encaisse.

CHAPITRE IV

L'ÉVOLUTION MONÉTAIRE DEPUIS LA SUSPENSION DE L'ÉTALON-OR

Section A

L'évolution de l'encaisse de la Banque de Grèce

Si l'encaisse de la Banque de Grèce avant la suspension de l'étalon-or avait constamment déchu depuis le début de 1929, selon un rythme qui s'est encore accéléré à la suite de la chute de la livre sterling, après la suspension de l'étalon-or, son évolution apparaît toute différente.

La Banque, au lendemain de la proclamation du cours forcé, a eu, en effet, le souci de reconstituer autant que possible son encaisse or et devises étrangères (1). Cette politique, quoiqu'elle ait eu certaines conséquences sur la valeur de la drachme, comme nous allons le voir, doit être pourtant approuvée.

La reconstitution de l'encaisse de la Banque de Grèce a été effectuée en deux étapes : la première comprend la période qui a suivi immédiatement la suspension de l'étalon-or. Pendant cette période la Banque pour accroître son encaisse a dû avoir recours au marché libre toujours existant depuis la déclaration de la crise monétaire. L'augmentation des demandes de devises étrangères provenant des achats de la Banque provoqua, dans une certaine mesure, une hausse relative des cours du change. Nous avons déjà vu qu'en vertu de la loi du 26 avril 1932, relative à la suspension de l'étalon-or, la Banque fixe quotidiennement les prix des devises étran-

(1) V. rapport de M. TSOUDEROS pour l'année 1932, p. XVIII.

gères, soit à l'achat, soit à la vente (1). Cependant, ces cours ainsi déterminés par l'Institut d'émission ne résultent pas uniquement de sa propre volonté, mais bien au contraire, ils sont réglés d'après les variations de l'offre et de la demande. Il est évident par conséquent que si la Banque intervient sur le marché pour procéder à des achats de devises, le prix de ces dernières augmenterait forcément. Ceci explique d'ailleurs que les cours des devises étrangères cotées sur le marché libre aient été constamment supérieurs à ceux de la Banque.

La deuxième étape de la reconstitution de l'encaisse de la Banque de Grèce a été franchie pendant une période marquée par un renouveau de confiance envers la monnaie nationale. Au fur et à mesure qu'une ambiance psychologique plus favorable se manifestait envers la drachme, les capitaux qui, à la suite de la méfiance générale des premiers mois postérieurs à la crise monétaire, ont été convertis en devises étrangères, thésaurisés à l'intérieur ou exportés à l'extérieur, furent progressivement transformés en drachmes par l'intermédiaire de l'Institut d'émission. A cette reconstitution de l'encaisse de la Banque de Grèce ont également beaucoup contribué les faits suivants : L'abandon de l'étalon-or par l'Amérique, la nouvelle que d'autres pays se proposaient d'y renoncer aussi à bref délai, la découverte à Athènes de faux billets en dollars, enfin le retard avec lequel les prix intérieurs grecs ont accompagné la baisse de la drachme sur le marché des changes. En effet, l'abandon de l'étalon-or par les Etats-Unis d'Amérique et la chute du dollar qui l'a suivi ont incité de nombreux épargnants qui avaient jusqu'alors thésaurisé des dollars, à se hâter de les vendre à la Banque de Grèce (2).

(1) Les opérations de change sont défendues dans la Bourse depuis la chute de la livre-sterling.

(2) V. l'article de M. PESMATJOGLOU, Ministre de l'Economie Nationale : *L'encaisse de la Banque de Grèce*, dans le quotidien *Allagi*, 6-7-1933.

Il en fut de même pour certaines autres devises étrangères. Il ne faut donc pas croire que l'accroissement de l'encaisse est dû, ainsi qu'on pourrait le supposer, à des excédents éventuels de la balance des comptes du pays, mais bien au contraire, il résulte d'une part de ces circonstances favorables que nous venons de mentionner et d'autre part, de la politique de la Banque de Grèce.

Voici quelle fut l'évolution de l'encaisse de l'Institut d'émission depuis la suspension de l'étalon-or par rapport à la circulation effective et par rapport aux autres engagements à vue, en millions de drachmes.

	Encaisse	Circulation	Engagement à vue	Pourcentage	
				Total	Circulation
1932					
Mai	213	4059	1053	15 %	19 %
Juin	702	4208	1269	23 %	31 %
Juillet	1257	4201	1763	31 %	44 %
Août	1278	4323	2173	28 %	44 %
Septembre ...	1309	4683	2454	27 %	41 %
Octobre	1636	4750	2955	29 %	48 %
Novembre ...	1639	4488	3175	29 %	51 %
Décembre ...	1825	4714	3450	30 %	52 %
1933					
Janvier	1883	4602	1960	34 %	49 %
Février	2006	4564	2353	35 %	54 %
Mars	2200	4546	2603	37 %	59 %
Avril	2366	4627	3212	36 %	61 %
Mai	2529	4574	3554	37 %	66 %
Juin	2795	4698	4025	37 %	70 %
Juillet	3159	4759	4598	38 %	75 %
Août	3207	4831	4762	39 %	77 %
Septembre ...	3455	5303	4419	40 %	74 %
Octobre	3706	5364	4652	42 %	77 %
Novembre ...	3796	5438	5023	45 %	76 %
Décembre ...	3817	5425	5189	48 %	74 %

Après examen de ce tableau on peut présenter les remarques suivantes :

1°) En ce qui concerne l'encaisse, celle-ci laisse apparaître une amélioration assez satisfaisante depuis la suspension de l'étalon-or. Sa brusque augmentation au mois de juillet est due à la convertibilité obligatoire en drachmes des dépôts en devises étrangères par le décret-loi du 29 juillet 1933. Cette mesure a rapporté au Trésor, on se le rappelle, la somme de 6.533.356 dollars. Le Trésor, auquel elle appartenait, la versa à la Banque de Grèce ; elle figure parmi les autres éléments de son encaisse, à savoir : l'or monnayé ou non monnayé et les devises étrangères, propriété de la Banque. Les obligations en or de l'Etat, détenues par la Banque de Grèce dont il a été déjà question précédemment (1) ne sont pas comprises dans les chiffres ci-dessus. Le montant de celles-ci s'élevant à 653 millions de drachmes, figure parmi l'encaisse de la Banque mais dans une rubrique spéciale.

Ces obligations sont totalisées dans l'encaisse de la Banque uniquement pour calculer le rapport entre l'encaisse de la Banque et ses engagements à vue ou entre l'encaisse et la circulation réelle (2).

En ce qui concerne la prédominance de l'or dans l'encaisse de la Banque, quoique cette dernière dans ses situations mensuelles ne fasse aucune distinction entre l'or et les devises étrangères qu'elle détient, il semble pourtant que sa politique à cet égard ne s'inspire plus des anciennes conceptions à savoir que les devises étrangères en or équivalent strictement à l'or. Elle réserve

(1) V. page 179.

(2) Dans le calcul du rapport de la couverture à la circulation réelle et aux autres engagements à vue, on déduit la somme de la couverture totale des engagements en devises étrangères, qui figurent au Passif de la situation de la Banque sous la rubrique « Engagements en devises étrangères » (art. 62 des Statuts).

maintenant à l'or une place beaucoup plus importante dans son encaisse. En effet, une large part de ses réserves en devises étrangères a été affectée tout récemment à des achats d'or sur les places étrangères. L'or ainsi acquis fut transporté ensuite dans ses caves (1). Une telle politique mérite d'être approuvée. Les méfaits du gold exchange standard sont assez connus pour qu'il soit inutile de revenir une fois de plus à ce système.

2°) En ce qui concerne la circulation et les autres engagements à vue ainsi que le montre le tableau ci-dessus, on peut distinguer deux périodes dans son évolution, l'une comprise entre mai 1932 et la fin de cette année, l'autre commence au début de l'année 1933 et se termine au mois de décembre.

Pendant la première la circulation s'accroît de 700 millions de drachmes environ. Cette augmentation doit être attribuée à la politique suivie par la Banque pour renforcer son encaisse. Nous avons plusieurs fois signalé que l'Institut d'émission, quand il achète ou vend de l'or ou des devises étrangères, émet ou reçoit en contrepartie des billets. La circulation, par conséquent, varie selon le rythme de ces opérations. En l'occurrence, elle a augmenté parce que les achats de la Banque furent supérieurs à ses ventes. Ceux-là du reste ont également dépassé celles-ci pendant la deuxième période ; pourtant durant ce laps de temps, la circulation n'augmente pas, si ce n'est au cours de ces derniers mois, ainsi que le prouve le tableau ci-dessus. C'est l'accroissement des engagements à vue de la Banque qui a empêché l'augmentation de la circulation. Les billets émis par la Banque à la suite du renforcement de son encaisse lui firent

(1) Nous sommes conduits à présenter cette conclusion en tenant compte de la rumeur propagée par la presse athénienne et londonienne en août 1933, affirmant que la Grèce a fait importer de Londres une quantité importante d'or.

retour sous forme de comptes-courants ou des dépôts à vue. La brusque baisse de ceux-ci constatée en janvier 1933 est due au retour des sommes placées en dépôts à vue par la Commission Internationale. Après l'exécution du premier accord relatif au service de la dette extérieure, elles furent retirées par la Banque et restituées au Trésor. Le Trésor, à son tour, les a versées à l'Institut d'émission en remboursement des avances que celui-ci lui avait précédemment accordées. Cette politique d'augmentation de l'encaisse par l'émission des billets fut critiquée. On a en effet remarqué que la hausse des prix (nous examinerons cette question dans la troisième section de ce chapitre) intervenue à partir de la suspension officielle de l'étalon-or doit être principalement attribuée à l'accroissement de la circulation (1). Nous ne croyons pas que la hausse des prix intervenue depuis la suspension de l'étalon-or résulte en fait de cette cause. La hausse des prix qui a eu lieu depuis la suspension de l'étalon-or fut la conséquence inévitable de la hausse du change.

Section B

La drachme et le change depuis la suspension de l'étalon-or

Dans la partie précédente, nous avons montré que le change sur le marché clandestin, depuis l'établissement du contrôle sur les devises étrangères, jusqu'en avril 1932, s'était sensiblement élevé. Cette hausse résultait des causes suivantes : du maintien nominal de l'étalon-or, du déséquilibre économique toujours persistant, et surtout des facteurs psychologiques et spéculatifs qu'avait créés la chute de la livre sterling. Ainsi les

(1) V. deux articles de M. ZOLOTAS : *La politique de la Banque de Grèce et la circulation*, dans le journal *Eleftheron Vima* du 2 novembre 1932 ; aussi : *La balance commerciale et la drachme*, dans le même journal du 31-10-1932.

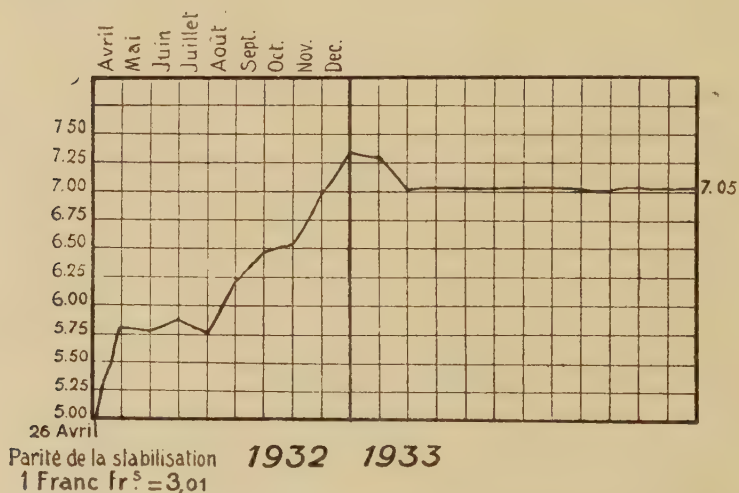
cours du franc et du dollar avaient-ils atteint à la veille de la suspension de l'étalon-or, le premier 4,95 drachmes, et le second 130 drachmes, alors que leur valeur, qui était celle de la stabilisation d'après le taux officiel de la Banque de Grèce, demeurait constante à 3,01 drachmes et 77 drachmes respectivement.

La suspension « de jure » de l'étalon-or par la loi monétaire du 26 avril 1932, ayant détaché la drachme de sa base or, a également mis fin à cette anomalie. Désormais, le cours officiel du change est d'après la dite loi celui que la Banque fixe quotidiennement. Pour ce faire, elle tient compte de la tendance générale sur le marché, de l'ensemble des courbes individuelles de l'offre et de la demande des devises étrangères.

Ceci étant précisé, essayons maintenant d'esquisser les fluctuations de la drachme sur le marché des changes depuis cette date. Remarquons tout d'abord que la Banque de Grèce s'est régulièrement abstenue — tout au moins pendant les premiers mois qui ont suivi la suspension de l'étalon-or — d'intervenir sur le marché libre. Elle n'a donc pas tenté d'éviter les fluctuations de la valeur extérieure de la drachme par une politique de ventes ou d'achats massifs des devises étrangères. Il est vrai que même si elle l'avait désiré, elle n'aurait pas pu le faire vu la médiocrité de son encaisse. Elle a par conséquent laissé au libre jeu de la loi de l'offre et de la demande le soin de déterminer à chaque moment la valeur de la drachme. Il faut en effet indiquer que la Banque aurait pu pratiquer une telle politique, car la drachme n'étant pas une monnaie internationale, susceptible d'être cotée sur les places étrangères, ce sont plutôt les conditions générales du marché intérieur qui déterminent à chaque moment sa valeur extérieure, c'est-à-dire le prix des devises étrangères exprimé en drachmes. Pourtant, si

l'Institut d'émission s'est abstenu d'intervenir sur le marché des changes pour pallier à la hausse de ceux-ci, elle y a quand même contribué dans une certaine mesure par sa politique des achats des devises étrangères, achats qui avaient pour but de reconstituer son encaisse, comme nous l'avons vu au début de ce chapitre.

Voici l'évolution de la valeur de la drachme sur le marché des changes depuis la suspension de l'étalon-or jusqu'à la fin de décembre 1933 d'après le cours moyen mensuel du franc pratiqué par la Banque de Grèce.



Ainsi que le montre ce graphique, le cours du franc, et corrélativement celui des autres devises étrangères, après avoir atteint le niveau de 5,75 drs peu après la suspension de l'étalon-or, reste ensuite quasi stationnaire pendant les trois premiers mois qui l'ont suivi. Pendant les mois suivants, nous assistons à une hausse brusque et sensible de la courbe. La première cause de ce mouvement ascendant réside dans les incertitudes politiques de cette époque. En effet, les élections du 25 septembre 1932 dont le résultat confus ne permettait pas de doter

le pays d'un Gouvernement fort, investi de la confiance publique et capable de prendre avec autorité les mesures que la situation comportait, ont provoqué une sorte de méfiance envers la monnaie nationale. Celle-ci s'est manifestée par le fléchissement de la drachme sur le marché des changes. A propos de ces élections, remarquons que si les tentatives qui eurent lieu alors pour constituer un Ministère d'Union Nationale, avaient été menées à bonne fin, cette perspective aurait exercé une influence psychologique favorable sur la drachme.

La hausse du change est due également au versement de 30 % en janvier 1933 aux porteurs étrangers de fonds grecs à la suite du premier règlement du service de la Dette publique extérieure. Quoique la Banque de Grèce, en prévision de ce versement ait eu constitué une réserve assez importante, l'éventualité de ce paiement a provoqué certaines inquiétudes relatives à la tenue de la drachme. On a pensé en effet que le versement de 30 % diminuerait l'encaisse de la Banque. Certes, ces craintes se révélèrent ensuite mal fondées. Elles ont suffi pourtant à agir sur les cours de la drachme : décembre 1932 et janvier 1933 sont en effet les deux mois pendant lesquels la dépréciation de la drachme a atteint son maximum, à savoir : 7,55 drs le franc et 192 drs le dollar,

Depuis lors, une certaine amélioration de la drachme commence à se manifester. La situation politique joue également son rôle, mais elle agit maintenant en sens contraire. Après la crise ministérielle de février 1933, la constitution d'un ministère de concentration présidé par M. Venizelos et la nomination de M. Cafandaris au Ministère des Finances ont favorablement influencé sur la tenue de la drachme. La nouvelle qui s'est répandue alors d'un abandon imminent de l'étalon-or par certains pays étrangers y a beaucoup contribué. En parti-

culier la chute du dollar provoqua une vente massive à la Banque de Grèce des devises américaines jusqu'à thésaurisées par les particuliers. Aussi, la drachme s'améliore-t-elle, et le prix du franc descend de son niveau de décembre 1932, à 7,00 drs en février 1933. Depuis, le change ainsi que nous le montre la courbe du tableau ci-dessus, reste quasi stationnaire, le prix de la devise française que la Banque fixe quotidiennement est de 6,95 drs à l'achat et 7,05 drs à la vente. Or, compte tenu de son prix de stabilisation, à savoir 3,01, la dépréciation extérieure de la drachme, accuse jusqu'à maintenant 60 % (1), tandis que sa dépréciation intérieure (nous le verrons dans la section suivante), est seulement de 28 % environ. Ainsi, il subsiste par conséquent un écart assez important entre la valeur extérieure de la drachme et son pouvoir d'achat intérieur. Or, il est probable qu'une amélioration relative de la valeur extérieure de la drachme ne doit pas être exclue. Contre une telle éventualité, on pourrait objecter principalement qu'une hausse de la drachme ne serait pas favorable à la Grèce, à cause de son commerce extérieur. Quand, après une hausse disproportionnée du change, les prix intérieurs sont bas, les exportations bénéficient d'une prime, par conséquent la Grèce pour laquelle le développement de ses ventes à l'étranger est une nécessité, a tout intérêt à ce que par la hausse des changes ses prix demeurent bas. Cette remarque est absolument exacte, mais une telle situation ne serait utile à la Grèce que si le commerce international était libre. Rien de semblable maintenant. Nous avons vu en

(1) A titre de comparaison, nous donnons la dépréciation de la monnaie de certains pays ci-dessous par rapport à sa valeur avant la crise monétaire : Angleterre 36 %, Etats-Unis 41 %, Australie 44 %, Canada 32 %, Norvège, 37 %, Union Africaine 31 %, Portugal 30 %, Suède 35 %, Japon, 58 %, Yougoslavie 21 %, Espagne 55 %, Finlande 42 %, Egypte 35 %, Autriche 20 %.

effet au cours de l'étude consacrée à la balance commerciale grecque, après la crise monétaire, que si la hausse du change a contribué dans une certaine mesure à restreindre les importations, elle n'a pas par contre stimulé les exportations.

D'ailleurs, la Grèce est actuellement liée avec un grand nombre de pays étrangers par des conventions commerciales ayant pour but l'échange des marchandises. Or, ce nouveau procédé de trafic international empêche le développement des exportations d'un pays comme la Grèce, où les prix sont bas, car les autres Etats n'importeront les marchandises helléniques que dans la mesure où la Grèce achètera les leurs. Par conséquent, les pays étrangers n'importeront pas plus de marchandises helléniques à cause de leur bas prix, mais parce que, ce faisant, ils peuvent être autorisés à augmenter leurs exportations en Grèce. On voit donc ainsi, qu'une hausse éventuelle de la drachme ne peut pas entraver les exportations du pays. Bien au contraire, on peut affirmer que cette différence persistante entre le cours extérieur et la valeur intérieur de la drachme constitue une perte pour la richesse nationale. On ne saurait trop insister sur ce point. La vente des marchandises grecques à bas prix fait rentrer en Grèce moins de change que si la même quantité de marchandises — compte tenu évidemment de ce que nous venons de dire concernant les conditions de l'exportation — était payée plus cher. Certes, l'amélioration de la valeur extérieure de la drachme mériterait une plus longue étude. En tout cas, le fait est que d'abord la drachme malgré sa dépréciation extérieure a pu pourtant conserver d'une manière assez satisfaisante son pouvoir d'achat intérieur et ensuite que le change après ses premières et brusques oscillations postérieures à la suspension de l'éta-lon-or présente déjà depuis plus de dix mois, une cer-

taine stabilité. La politique monétaire de la Banque de Grèce depuis le commencement de l'année 1933 y a beaucoup contribué. Ayant reconstitué son encaisse, elle est efficacement intervenue sur le marché des changes pour éviter les brusques fluctuations de la valeur extérieure de la drachme. Cette politique doit être approuvée sans hésitation. La stabilité du change, surtout dans un régime de cours forcé, est une « condition *sine qua non* », non pas seulement de la sécurité des transactions commerciales du pays avec l'étranger, mais aussi de toute la vie économique. La Banque y a parfaitement réussi, de sorte que depuis plus de dix mois le change n'oscille qu'entre des limites très rapprochées. Evidemment, on ne peut pas estimer qu'une telle situation permette d'envisager une stabilisation de fait de la drachme ; cette perspective n'est pas encore prise en considération par la Banque de Grèce. Quoiqu'il en soit, cette stabilité du change démontre que la confiance en la drachme, après le coup décisif que lui a porté la crise monétaire, commence de nouveau à renaître.

Section C

L'évolution du prix

L'évolution de l'indice des prix grecs, tels l'indice des prix de gros ou l'indice du coût de la vie, depuis la suspension de l'étalon-or témoigne que, malgré la baisse très importante de la drachme sur le marché des changes, ceux-ci ne se sont pas élevés autant qu'on aurait pu le craindre après une forte baisse de la valeur extérieure de la monnaie nationale. La hausse des prix intérieurs ne s'est faite que dans une mesure fort modérée.

Voici l'évolution des indices grecs depuis l'abandon de l'étalon-or :

	Indice des prix de gros	Indice du coût de la vie
1932	—	—
Mai	1813	1890
Juin	1815	1900
Juillet	1826	1910
Août	1849	1884
Septembre	1856	1898
Octobre	1863	1901
Novembre	1877	1939
Décembre	1980	1983
1933		
Janvier	1914	2020
Février	1908	2032
Mars	1897	2017
Avril	1883	2033
Mai	1886	1987
Juin	1886	1988
Juillet	1885	2007
Août	1905	2008
Septembre	1910	1985
Octobre	1910	1963
Novembre	1915	1957

Ainsi que le montre ce tableau, l'indice des prix de gros — cet indice est en effet l'indice le plus sensible — ne s'élève que très lentement pendant les mois postérieurs à la suspension de l'étalon-or. De plus, pendant l'année 1933, quoique la hausse des changes se soit accélérée, il reste quasi stationnaire, sinon en légère diminution.

Il est vrai que pour avoir une idée relativement exacte de la mesure dans laquelle la baisse du pouvoir d'achat intérieur de la drachme a suivi celle de sa valeur extérieure, il faut fonder cette comparaison sur le rapport de ces deux valeurs qui existait au moment de la déclaration de la crise. Or, en procédant ainsi, nos données sont les suivantes :

L'indice des prix de gros du mois de septembre 1931 était 1.516 ; celui du mois de novembre 1933 est 1.957, soit une augmentation de 28 %. De même, le cours du franc français en septembre 1931 était, selon la stabilisation de 3,01 ; en novembre 1933, il est de 7,05, soit une hausse de 60 %.

Ainsi qu'on le voit, tandis que la valeur extérieure de la drachme présente une forte baisse de 60 %, son pouvoir d'achat à l'intérieur a seulement diminué de la moitié. Plus symptomatique encore est la comparaison du coût de la vie entre septembre 1931 et août 1933. L'indice du coût de la vie était en septembre 1931, 1.693 ; en novembre 1933, il est 1.915, soit une augmentation de 17 % seulement. Comment expliquer ces constatations ?

Tout d'abord, en ce qui concerne le laps de temps compris entre septembre 1931 et avril 1932, nous nous référons aux explications présentées dans le paragraphe relatif aux prix grecs de cette période (1). Ces derniers n'ont pas beaucoup progressé en raison des différents facteurs que nous avons énumérés, savoir : le maintien nominal de l'étalon-or, la faible variation de l'offre et de la demande des marchandises, l'absence de toute inflation monétaire et même de déflation importante, enfin la minime progression des revenus individuels, résultat des mesures édictées par le Gouvernement.

Après la suspension de l'étalon-or, tous ces facteurs ayant plus ou moins disparu ou s'étant assez atténués, on devrait donc s'attendre à une forte hausse du niveau général des prix grecs. Certains avaient même affirmé qu'étant donné la dépréciation de plus de moitié de la valeur extérieure de la drachme, les prix auraient dû

(1) V. page 183.

doubler. Pourtant, rien de pareil ne se produisit. La valeur extérieure de la drachme après la suspension de l'étalon-or baisse de 20 % environ; l'indice des prix de gros n'accuse qu'une progression de 15 % et celui du coût de la vie de 11 %, de sorte qu'au total la dépréciation de la valeur extérieure de la drachme atteint 60 %, la hausse de l'indice des prix de gros 28 % et celle du coût de la vie, 17 %.

Certes, il est assez difficile d'expliquer exactement ce phénomène, principalement dans le cas de la Grèce, qui, plus que tout autre pays, dépend de l'étranger. Nous croyons pourtant ne pas être loin de la réalité en présentant les explications suivantes : la faible augmentation de l'indice des prix de gros, malgré la hausse formidable du cours du change, doit être attribuée à la baisse du niveau général des prix extérieurs qui s'est manifestée depuis le début de la crise, tant dans les pays à étalon-or tel la France, que dans ceux à monnaie dépréciée, tels l'Angleterre et l'Amérique. La diminution progressive des prix extérieurs a arrêté un important accroissement de cet indice qui aurait été provoqué par la hausse des changes.

Quant à la très faible augmentation de l'indice du coût de la vie, elle s'explique par les mesures que le Gouvernement a prises contre la hausse de celui-ci d'une part, et par la bonne récolte dont la Grèce a bénéficié après la suspension de l'étalon-or, d'autre part. Au nombre des mesures édictées par le Gouvernement contre la vie chère après l'abandon de l'étalon-or, citons : 1° l'exemption pour les produits alimentaires importés de l'étranger du relèvement des droits de douane ; 2° la politique gouvernementale à l'égard de l'importation du blé pour éviter la hausse du prix du pain (1) ; enfin,

(1) V. page 226.

3° le décret-loi du 29 juillet 1932 relatif à la conversion obligatoire en drachmes des dettes en change. En dehors des raisons qui l'ont motivé, ce décret-loi a permis également d'une part, d'éviter l'accroissement sensible des revenus individuels d'une classe sociale importante, savoir les créanciers en monnaie étrangère; d'autre part, les débiteurs en change, ayant acquitté leurs dettes à un prix légèrement supérieur à celui de la stabilisation, n'ont pas tenté d'augmenter sensiblement la rémunération de leurs services ou de leurs ventes ainsi qu'ils l'auraient fait s'ils avaient dû payer leurs dettes en change au cour élevé du jour de remboursement.

Telles sont les explications que l'on peut donner de la faible augmentation des prix en Grèce, en dépit de la hausse fort notable des cours des changes avant et depuis la suspension officielle de l'étalon-or. On pourrait objecter que les prix helléniques ne sont pas encore adaptés au cours actuel du change et qu'on doit par conséquent s'attendre à ce qu'ils s'accroissent éventuellement. Nous ne le croyons pas cependant, quoique toute opinion affirmative ou négative risque d'être démentie par les faits. La Grèce, nous l'avons constaté dans la section précédente, a déjà depuis mars 1933, c'est-à-dire depuis plus de dix mois, stabilisé les changes. Or, compte tenu de ce qui avait lieu précédemment dans des conditions semblables, on peut soutenir que sauf événements extraordinaires — inflation pour des fins budgétaires, hausse sensible des prix extérieurs, etc... —, les prix grecs sont déjà plus ou moins adaptés aux conditions que le nouveau taux des changes a créées pour la vie économique du pays.

Avant de terminer, nous ajouterons que si l'on compare les prix grecs évalués en or, à ceux de l'étranger, soit des pays à étalon-or, telle la France, soit des pays à monnaie dépréciée, tels l'Angleterre et les Etats-Unis,

on constate que les prix grecs sont bien inférieurs à ceux de ces trois derniers pays :

Voici le prix de gros de ces quatre Etats évalués en or (1) :

1933	Grèce	France	Angleterre	Etats-Unis
Août	57	80	70	70
Septembre	56	80	70	71
Octobre	56	80	66	70
Novembre	56	83	67	71

L'écart qui existe entre les prix grecs et ceux des autres pays est assez frappant. Ceci appuie encore la remarque que nous avons présentée ci-dessus que, malgré la hausse fort notable du change, c'est-à-dire la baisse importante de la valeur extérieure de la drachme, son pouvoir d'achat a pu se maintenir d'une façon assez satisfaisante à l'intérieur du pays.

(1) *Bulletin mensuel de statistique de la Société des Nations.*

CONCLUSION

L'AVENIR DE LA DRACHME

Au cours des pages qui précèdent, nous nous sommes efforcés d'exposer les conséquences extrêmement graves que la crise monétaire actuelle a eu sur la Grèce, tant au point de vue de sa monnaie, qu'au point de vue de son économie publique et privée.

Après avoir procédé en 1928 à la stabilisation de sa monnaie au prix de lourds sacrifices, après avoir lutté désespérément pour la maintenir quand la crise fut survenue et sauvegarder ainsi son crédit international, la Grèce a dû, en définitive, contrainte par d'impérieuses circonstances, suspendre la convertibilité de sa monnaie. Il est inutile de revenir sur ces questions. Ce qu'il importe, c'est d'envisager le présent et l'avenir.

Or, trois problèmes se posent actuellement en Grèce. Ce sont : 1° la situation budgétaire et le transfert de la dette publique extérieure ; 2° l'équilibre de la balance des comptes ; 3° la stabilité des changes.

On ne saurait trop insister sur l'importance capitale de ces trois problèmes. Ils sont liés étroitement les uns aux autres, et de la solution qu'on leur donnera dépendra en effet le sort du pays qui se trouve maintenant à un tournant fort grave de son histoire économique contemporaine.

L'équilibre du budget étant étroitement solidaire des mouvements de change, doit être à tout prix réellement assuré. Tout danger, toute perspective même lointaine d'inflation sous quelle forme qu'elle se dissimule doivent être énergiquement écartées. La compression la plus rigoureuse des dépenses publiques doit s'appliquer non seulement aux dépenses somptueuses qui, en aucune époque, ne sauraient être tolérées, mais même à celles qui ne sont pas absolument indispensables. Un tel programme s'impose à tout Gouvernement accédant au pouvoir. Sur ce point, remarquons que la fermeté dont a fait preuve le Gouvernement actuel, ainsi qu'en a témoigné à maintes reprises M. Loverdos, Ministre des Finances, est un gage précieux de la bonne gestion des finances publiques. Une fois l'équilibre budgétaire réellement établi, tout excédent de recettes, au fur et à mesure de l'amélioration éventuelle de la situation actuelle — locale ou générale — permettra à l'Etat de reprendre dans une plus large mesure ou même intégralement, le service de sa dette extérieure. Mais dans ce dernier cas un règlement définitif de cette question actuellement en suspens doit intervenir entre la Grèce et ses créanciers étrangers, règlement qui tiendrait compte des conditions monétaires et économiques que la crise a créées pour le pays.

Si la Grèce a suspendu partiellement et provisoirement ses engagements extérieurs après les avoir toujours exécutés avec une indiscutable ponctualité, elle ne l'a fait que parce qu'il lui était impossible d'agir autrement. Il est certain que cet état de choses cessera aussitôt que les conditions indispensables seront réalisées.

Certes, le Service de la Dette extérieure n'est pas seulement une question purement financière. Il dépend aussi de la situation de la balance des comptes. C'est là le problème de transfert. Nous connaissons déjà les

traits caractéristiques de la balance des comptes hellénique. Se soldant toujours en déficit (surtout pendant les dernières années avant la crise actuelle), elle était équilibrée par les capitaux étrangers, principalement sous forme de crédits publics, ou dans une moindre mesure, de crédits privés. Après la crise monétaire, ce facteur ayant plus ou moins disparu, la Grèce ne peut obtenir un tel résultat que par ses propres moyens.

Dans la balance des comptes hellénique, deux éléments passifs comptent parmi les plus importants, ce sont : le déficit de la balance commerciale d'une part et le service de la Dette publique extérieure d'autre part. Les mesures prises par le Gouvernement pour limiter les importations et la hausse du change ont donné jusqu'à présent des résultats appréciables. Toutefois, pour que son équilibre complet soit réalisé, il importe que les travaux productifs entrepris dans les plaines de Macédoine soient menés à bonne fin. Depuis l'abstention du capital étranger, la tâche de continuer leur financement incombe à l'Etat seul. Leur achèvement définitif diminuera beaucoup l'importation des produits alimentaires, principalement du blé, absolument indispensables à la nourriture du pays. Une fois ce résultat obtenu, l'équilibre commercial sera assuré. Il est même fort possible que dans un proche avenir la balance commerciale hellénique devienne favorable, grâce à une certaine augmentation des exportations. En particulier, le tabac, principal article de l'exportation hellénique, peut fort bien concurrencer par sa qualité unanimement reconnue et par son bas prix les produits similaires des autres pays. Or, au fur et à mesure que la Balance commerciale du pays présentera des excédents, ceux-ci ajoutés aux autres éléments actifs de la balance des comptes, remises des émigrants grecs et bénéfices de la Marine marchande, permettront d'accroître corrélativement les

transferts relatifs au service de la Dette extérieure. Sur ce point, le passage du dernier rapport du Comité Financier de la Société des Nations, que nous avons déjà mentionné, est particulièrement significatif : « La capacité de la Grèce, dit le Comité Financier, d'effectuer à l'avenir des transferts pour le service de sa Dette publique extérieure, dépendra principalement d'une part du développement de ses exportations et des mouvements des remises des émigrants, et d'autre part, des mesures que l'on prendra pour empêcher les importations d'atteindre un niveau excessif ».

A l'égard de cette dernière question qui dépend exclusivement de la Grèce, nous connaissons déjà l'attitude de l'Etat. Les variations des remises des émigrants grecs sont subordonnées principalement à l'évolution générale des pays où ils sont installés. Le rôle des pouvoirs publics consiste ici à inspirer confiance, à encourager l'entrée de ces capitaux en Grèce et à assurer leur sécurité une fois entrés dans le pays.

Le problème se pose donc en ce qui concerne le développement des exportations. Il est vrai qu'une augmentation importante des exportations dans l'état actuel du commerce international paraît fort malaisée. L'on doit malheureusement déplorer que la Conférence économique mondiale de Londres, sur laquelle tant d'espoirs furent fondés, n'ait pu, en raison des divergences et des oppositions d'intérêts particuliers, rendre de nouveau libres les échanges internationaux en supprimant les diverses mesures protectionnistes actuellement en vigueur dans tous les pays.

Aussi estimons-nous, bien que partisans de la stricte observation des engagements contractés, qu'un rajustement de la Dette extérieure publique s'impose. Il serait conforme aux nouvelles conditions qui résultent pour la Grèce de la crise actuelle. Une telle mesure sauvegar-

derait et les intérêts généraux de ce pays, et l'intérêt particulier de ses créanciers. Toutefois, cette question ne dépend uniquement pas de la seule volonté de l'une des parties : leur mutuel consentement est indispensable.

L'amélioration de la balance des comptes du pays est à coup sûr une condition essentielle de la stabilité du change en Grèce. Or rien n'est plus désirable pour la vie économique et sociale d'un pays qu'une monnaie stable. La Grèce plus que tout autre pays, a besoin de cette condition essentielle, car elle a connu très souvent les vicissitudes et les graves conséquences de l'instabilité de la drachme.

Cependant la balance des comptes n'est pas un facteur unique de la stabilité du change.

Bien que ce facteur exerce une influence incontestable sur la stabilité du change, il ne constitue pourtant pas le seul et unique facteur de sa stabilité. Il en existe un autre aussi important que lui, sinon plus important. Il convient en effet de rappeler que la baisse actuelle de la drachme n'est pas uniquement due à des causes purement économiques, mais surtout à des raisons psychologiques, à la méfiance créée envers la drachme par la chute de la livre et accentuée ensuite par la crise monétaire.

Ce deuxième facteur est la confiance en la monnaie, ce sont les appréciations individuelles portées à son égard qui restent les conditions indispensables de la régularité du mouvement des capitaux. La présente étude nous a montré l'influence capitale de ces derniers sur la balance des comptes du pays et sur la valeur de la drachme.

Comme le fait remarquer M. le Professeur Aftalion, dans son ouvrage *Monnaie, prix et change*, « dans l'hypothèse d'une balance de comptes en déficit, si les perspectives sur l'avenir de la monnaie nationale appa-

raissent favorables, opérations spéculatives et placements des capitaux étrangers ou rapatriements des capitaux indigènes, rétabliront l'équilibre sans avilissement de cette monnaie. Si elles sont défavorables, le déficit ne sera comblé qu'au prix d'une très grande dépréciation de la monnaie nationale. Les estimations, les prévisions exerceront aussi une action déterminante sur le cours du change ».

Rien n'est plus exact que cette vérité absolue dont nous avons vu l'application parfaite pendant la crise actuelle. Si la confiance existe en la drachme, en dépit d'une balance des comptes déficitaire, le cours actuel du change, c'est-à-dire la valeur extérieure de la drachme, ne se modifiera pas parce que ni la spéculation, ni les mouvements des capitaux ne permettront la hausse du change. Au contraire, si la confiance en la drachme s'évanouit, même dans le cas d'une balance des comptes équilibrée, spéculation et mouvement de capitaux, inquiets de sa tenue future, provoqueront sans nul doute son avilissement.

Au cours des dernières pages de cette étude, nous avons signalé quelques signes heureux d'une certaine amélioration de la situation monétaire du pays. Accroissement de l'encaisse de la Banque de Grèce d'une part, stabilité du change depuis déjà plus de dix mois d'autre part. Ce sont là des manifestations évidentes d'un rétablissement progressif de la confiance envers la monnaie nationale, d'autant plus que l'accroissement de l'encaisse de la Banque de Grèce ne provient pas des excédents de la balance des comptes, mais au contraire des ventes à la Banque des devises étrangères jusqu'alors thésaurisées ou rapatriées.

Cependant, ces faits doivent être examinés avec la plus grande attention. On ne saurait s'abandonner à un optimisme exagéré et se faire illusion sur l'importance

de l'amélioration présente. Une mauvaise politique économique, financière et monétaire ou une sous-estimation de la gravité de la situation actuelle peuvent très bien, non pas seulement arrêter immédiatement cette tendance vers le rétablissement de la confiance en la drachme, mais bien plus, faire renaître de nouveau la méfiance.

Pourtant, l'influence de ce facteur psychologique, c'est-à-dire de la confiance en la monnaie, n'est pas exclusive, car elle aussi agit simultanément sur la confiance. Il existe une relation d'influence réciproque : la méfiance crée la mauvaise monnaie et la mauvaise monnaie la méfiance, et réciproquement, la confiance fait la bonne monnaie et la bonne monnaie engendre la confiance.

Il est prématuré encore d'envisager une stabilité éventuelle de la drachme. Dans l'état actuel des choses où l'incertitude générale règne partout, une telle perspective serait à coup sûr téméraire. Non, seulement les conditions générales, mais encore plus les conditions particulières en Grèce, ne permettent de former aucun plan à ce sujet. La Grèce a de nombreux problèmes à résoudre avant de songer à une stabilisation de droit. Le maintien de la stabilité actuelle du change est le problème capital. Peut-être pourrait-on dire qu'une amélioration progressive et relative du cours de la drachme dans un avenir prochain est souhaitable étant donné la différence entre sa valeur extérieure et sa valeur intérieure.

Certes, la Grèce reviendra un jour à l'étalon-or. C'est le seul système monétaire international qui soit capable de garantir la valeur de sa monnaie, car le pays n'est pas en mesure de procéder à des expériences monétaires en recourant à l'un quelconque des différents systèmes de monnaie dirigée.

La Grèce rétablira donc un jour l'étalon-or. Mais elle ne le fera que si toute incertitude est bannie du domaine

monétaire. Elle ne le fera pas non plus avant qu'une amélioration définitive et durable de la situation mondiale ait permis aux monnaies des pays détachés provisoirement de l'étalon-or, d'y revenir.

C'est aux grands Etats qu'incombe la noble tâche de conduire le monde vers un avenir de reconstruction monétaire et économique, avenir que nous souhaitons très proche et vers lequel tous les peuples aspirent.

Vu : *Le Doyen*,
Edgar ALLIX.

Vu : *Le Président de la thèse*,
Albert AFTALION.

Vu et Permis d'imprimer :

Le Recteur
de l'Académie de Paris,

S. CHARLÉTY.

BIBLIOGRAPHIE

- AFTALION (Albert). — *Monnaie, Prix et Change*, Paris, 1927.
— *Monnaie et Industrie*, Paris, 1929.
— *L'or et sa distribution mondiale*, Paris, 1932.
- ALLIX (Ed.). — *Traité de science des finances et de législation financière*, 5^e édit., Paris, 1927.
- ANDRÉADÈS (André). — *Les effets économiques et sociaux de la guerre en Grèce* (public. de la Dotation Carnegie), Paris, 1928.
— *Cours de finances publiques*, année 1924-25, Athènes.
— « *La drachme grecque et ses tribulations* », *Le Capital*, 10 novembre 1932.
— « *La dette extérieure grecque* », *Le Capital*, 20 février 1932.
— « *La marine marchande grecque* », *Le Capital*, 5 février 1932.
- ANGELOPOULOS (Ang.). — *Charges fiscales et dépenses publiques*, Paris, 1931.
- ARNAUNÉ (Aug.). — *La monnaie, le Crédit et le Change*, 7^e édit., Paris, 1926.
- ANTONIOU (A.). — *Le régime douanier des vins grecs en France*, Thèse, Paris, 1932.
- BONNET (G.-E.). — *Les expériences monétaires contemporaines*, Paris, 1926.
- BRISTOYANNIS (D.). — *La politique de la Banque Nationale de Grèce*, Paris, 1928.
- CAFANDARIS (G.). — « *La Grèce achève son redressement financier* », *l'Europe Nouvelle*, 3 mars 1928.
- CALTSOUNAKIS (D.). — *La théorie de la monnaie et politique d'assainissement monétaire*, Athènes, 1926.
- CAPSALIS (Thanos). — *La balance des comptes de la Grèce*, Lausanne, 1927.

- CASSIMATIS (Greg.). — *La limitation de l'intérêt conventionnel et la récente loi sur le taux de l'intérêt en Grèce*, Paris, 1930.
- *La Conversion en drachmes*, Athènes, 1933.
- CATSOU LIS (St.) et CHRISTIDES (Th.). — *Commerce extérieur et production nationale*, Athènes, 1933.
- CATIFORIS (S.). — *La crise de la monnaie anglaise (1931)*, Thèse, Paris, 1933.
- CHAPPY (J.). — *La crise de la monnaie et la restauration des Pays danubiens*, Paris, 1933.
- CONSEIL ECONOMIQUE SUPÉRIEUR. — *L'imposition actuelle sur les articles de première nécessité en Grèce*, Athènes, 1933.
- *Le Commerce extérieur de la Grèce et les conventions des échanges de marchandises*, Athènes, 1932.
- *Le nombre-indice des prix de gros*, Athènes, 1933.
- COLSON (C.). — *Cours d'Economie Politique*, Paris, 1929.
- CRISTODOULOPOULOS (Pind.). — *Les variations économiques et leur analyse statistique*, Athènes, 1930.
- CHRYSSOCHOU (André). — *La théorie étatique de la monnaie*, Athènes, 1932.
- DAMIRIS (Ch.). — *Le système monétaire grec et le change*, Paris, 1920.
- DECAMPS (J.). — *Les changes extérieurs*, Paris, 1922.
- DE RTILIS (Panag.). — *La reconstruction financière de la Grèce et la Société des Nations*, Thèse, Paris, 1929.
- « *La dette publique hellénique* », *Revue de la Société Belge d'études et d'expansion*, mars 1933.
- *La Balance des comptes de la Grèce pour l'année 1928*, Athènes, 1933.
- *Le revenu national de Grèce pour l'année 1928*, Athènes, 1933.
- *Le problème des réparations bulgares*, Athènes, 1930.
- DIOMIDÈS (A.). — *Notre maladie monétaire et les moyens de sa guérison*, Athènes, 1928.
- « *La Banque Nationale de Grèce, son rôle dans la vie économique du pays* », *l'Europe Nouvelle*, 28 juillet 1928.
- ELVER. — « *Le contrôle des devises et le maintien nominal de l'étalon-or* », *Revue d'économie politique*, 1932.
- FISHER (Irving). — *Le pouvoir d'achat de la monnaie*. Paris, 1926.
- *L'illusion de la monnaie stable*, Paris, 1929.
- GIDE (Charles). — *Cours d'économie politique*. Tomes II, 10^e édit., Paris, 1931.

- GRIGORIOU (M.). — *Les conséquences de la stabilisation pour le commerce et l'industrie en Grèce*, Athènes, 1928.
- KEYNES (J.). — *La réforme monétaire*, Paris, 1924.
- LA GRÈCE ET LA CRISE MONDIALE. — Edition de la Direction de la Presse au Ministère des Affaires Etrangères, Athènes, 1933.
- LEBÉE (Edmond) et autres. — *Les doctrines monétaires à l'épreuve des faits*, Paris, 1932.
- LE BRANCHY (J.-Y.). — *Essais sur le gold exchange standard*, Thèse, Paris, 1933.
- LEFEUVRE-MÉAULTE. — *La Grèce économique et financière*, Paris, 1916.
- LÉONIDIS (C.). — *La protection des produits agricoles en Grèce*, Thèse, Paris, 1933.
- LESCURE (J.). — *Les crises générales et périodiques de surproduction*, 4^e édit., volumes II, Paris, 1932.
- LOVERDOS (S.). — « *La dette publique extérieure et les négociations avec les porteurs étrangers des fonds grecs* », dans le journal *Proia*, Athènes, 21 septembre 1933.
- MANTZAVINOS (G.). — « *Le budget et la trésorerie* », *l'Europe Nouvelle*, 3 mars 1928.
- MAXIMOS (D.). — « *La résolution du problème économique de Grèce* », dans *Proia*, 5 décembre 1931.
- MESTRE (Achille) et JAMES (Emile). — *La clause-or en droit français*, Paris, 1926.
- MICHAS (A.). — *Les mesures du contrôle des changes dans les divers Etats*, Athènes, 1932.
- MLYNARSKI (Feliks). — « *La réforme de l'étalon de change or* », *Revue d'Economie politique*, 1930.
- « *La crise de l'étalon de change or* », *Revue d'Econ. Pol.*, 1932.
- MOUSMOUTI (N.). — « *L'analyse du baromètre économique de la Grèce* », *Revue des sciences économiques et financières*, Athènes, 1932.
- MPERNARIS (A.). — *L'ébranlement de l'économie hellénique et les efforts faits pour son adaptation*, Athènes, 1933.
- NOGARO (B.). — *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*, Paris, 1924.
- *La question de l'or devant la Société des Nations*, Paris, 1931.
- OUALID (W.). — *Leçons sur la monnaie*, Paris, 1927.
- PEPY (A.). — *Le plan Young*, Paris, 1930.

- PETRITZI (Evan). — *La monnaie scripturale*, Thèse, Paris, 1934.
- POMMERY (L.). — « *Les banques d'émission et le contrôle du marché monétaire* », *Revue Economique Internationale*, 1933.
- POLITIS (N.). — *Le contrôle international sur les finances helléniques et ses premiers résultats*, Paris, 1902.
- REBOUD (Paul). — *Précis d'économie politique*, Paris, 1931.
- RIST (Charles). — *Cours de doctorat*, 1930-1931.
— *Cours de doctorat*, 1932-1933.
— *Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires*, Paris, 1933.
- RUEFF (P.). — *Théorie des phénomènes monétaires*, Paris, 1927.
— *Une erreur économique : l'organisation des transferts*, Paris, 1928.
- SPOURGITIS. — « *La politique du taux d'escompte* », dans le journal *Proia*, 23 janvier 1933.
— *Etudes bancaires et monétaires*, Athènes, 1929.
- STEFANOPOULOS. — *La question de la propriété de l'encaisse métallique de la Banque d'émission en Grèce*, Thèse, Paris, 1929.
- STEFANIDÈS (D.). — *L'afflux des capitaux en Grèce*, Salonique, 1930.
— *La crise mondiale et la Grèce*, Salonique, 1932.
- STRAGOS (A.). — *Les finances de guerre de la Grèce depuis 1912 à 1923*, Thèse, Strasbourg, 1928.
- TSOUDEROS (E.). — *Le relèvement économique de la Grèce*, Paris, 1920.
— « *La Dette publique hellénique* », *l'Europe Nouvelle*, 3 mars 1928.
— « *La Banque de Grèce et la stabilisation de la drachme* », *Rev. d'Ec. Pol.*, septembre-octobre 1928.
- TZANIDÈS (K.). — *L'abandon de l'étalon-or*, Athènes, 1932.
- VALAORITIS (J.). — *Histoire de la Banque Nationale de Grèce*, Athènes, 1902.
— *La question du cours forcé et du change en Grèce, 1902-1903*.
- VARVARESSOS (K.). — « *La stabilisation de la drachme* », *l'Europe Nouvelle*, 28 juillet 1908.
- WITHERS (H.). — *Qu'est-ce que la monnaie ?* 2^e édit., Paris, 1932.
- ZOLOTAS (X.). — *L'étalon-or en théorie et en pratique*, Paris, 1932.

- *Les phénomènes monétaires et le change de 1910 à 1927*, Athènes, 1928.
- *La stabilisation légale de la drachme*, Athènes, 1928.
- *La Grèce et la charge de sa dette publique*, Athènes, 1931.
- *Etudes monétaires*, Athènes, 1931.

REVUES ET DOCUMENTS

- Annuaire Economique de la Grèce*, années 1929, 1930 et 1931 (Athènes).
- Annuaire de la Statistique de la Société des Nations*.
- Bulletin bimestriel de la Banque de Grèce*.
- Bulletin Economique et Financier de la Banque d'Athènes*.
- Ergassia* (Athènes).
- Information*.
- Le Capital*.
- L'Europe Nouvelle*.
- Oikonomikos Tachydromos* (Athènes).
- Rapports du Comité Financier de la Société des Nations*.
- Rapport annuel de la Banque de Grèce*.
- Rapport annuel de la Banque Nationale de Grèce*.
- Revue d'Economie Politique*.
- Revue Economique Internationale*.
- Revue des Sciences Economiques et Financières* (Athènes).
- Revue mensuelle Economique et Sociale de Grèce* (Athènes).

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	1
<i>L'évolution historique de la drachme</i>	7

PREMIERE PARTIE

LA STABILISATION ET SON EVOLUTION

CHAPITRE PREMIER. — <i>Considérations générales sur la stabilisation de la drachme en 1928</i>	25
Section A. — <i>Le retour à l'étalon-or</i>	36
§ 1. — Le gold exchange standard introduit par la stabilisation hellénique. Critique de ce système	39
§ 2. — Le taux de la stabilisation et les prix ..	47
Section B. — <i>La Banque de Grèce</i>	61
§ 1. — La politique monétaire de la Banque de Grèce depuis la stabilisation jusqu'à la crise monétaire	73
§ 2. — Le taux d'escompte et l'actif de la Banque de Grèce	85
§ 3. — La politique du taux d'escompte de la Banque de Grèce, depuis sa création jusqu'à la chute de la livre-sterling	93
CHAPITRE II. — <i>Les finances publiques depuis la stabilisation jusqu'à la crise monétaire</i>	103
§ 1. — La politique du Gouvernement en matière d'emprunts extérieurs pendant la stabilisation et le service de la dette publique	111
§ 2. — Les travaux productifs	118

CHAPITRE III. — <i>L'équilibre économique de la Grèce et les causes de la diminution de l'encaisse de la Banque de Grèce</i>	123
§ 1. — La balance commerciale grecque depuis la stabilisation jusqu'à la crise monétaire	125
§ 2. — La balance des comptes dans la même période	134
§ 3. — Les mouvements des capitaux	146
<i>Conclusion sur l'évolution de la stabilisation jusqu'à la crise monétaire</i>	153

DEUXIEME PARTIE

LA CRISE

CHAPITRE PREMIER. — <i>L'apparition de la crise</i>	159
Section A. — <i>La suspension de l'étalon-or par la Grande-Bretagne</i>	159
§ 1. — Répercussion de la chute de la livre-sterling sur la Banque de Grèce	162
§ 2. — La fermeture de la Bourse	167
Section B. — <i>Le contrôle des devises et le maintien nominal de l'étalon-or</i>	168
§ 1. — La réglementation du trafic des devises en Grèce aussitôt après la déclaration de la crise monétaire	170
CHAPITRE II. — <i>La Banque de Grèce et la crise monétaire</i>	175
§ 1. — L'évolution de l'encaisse de la Banque de Grèce dans la période du maintien nominal de l'étalon-or	175
§ 2. — La circulation et les prix dans la même période	181
§ 3. — Le taux d'escompte de la Banque de Grèce et la crise	185
CHAPITRE III. — <i>La crise monétaire et les finances publiques helléniques</i>	189
§ 1. — Le plan de renforcement financier et monétaire élaboré par le Gouvernement hellénique, et son recours à la Société des Nations.....	193

CHAPITRE IV. — <i>Les conséquences de la crise monétaire</i>	203
§ 1. — La suspension partielle du service de la dette publique et le moratoire des dettes privées	203
§ 1. — Le maintien nominal de l'étalon-or et la baisse de la drachme sur le marché clandestin ..	212
§ 2. — Les critiques adressées contre la politique monétaire du Gouvernement	215

TROISIEME PARTIE

LA SUSPENSION DE L'ETALON-OR ET L'EVOLUTION DE LA CRISE

CHAPITRE PREMIER. — <i>La suspension de l'étalon-or</i> ..	223
§ 1. — La loi monétaire du 26 avril 1932 et la proclamation du cours forcé	223
§ 2. — Le décret-loi du 29 juillet 1932, sur la conversion en drachmes des dettes en devises étrangères ou en change	228
CHAPITRE II. — <i>Les finances publiques après la suspension de l'étalon-or</i>	241
§ 1. — Le règlement provisoire du service de la dette publique extérieure	247
CHAPITRE III. — <i>La Balance des comptes grecque après la crise monétaire</i>	259
§ 1. — La nouvelle politique en matière des échanges commerciaux et la balance commerciale	263
CHAPITRE IV. — <i>L'évolution monétaire depuis la suspension de l'étalon-or</i>	271
Section A. — <i>L'évolution de l'encaisse de la Banque de Grèce</i>	271
Section B. — <i>La drachme et le change depuis la suspension de l'étalon-or</i>	276
Section C. — <i>L'évolution des prix</i>	282
Conclusion. — <i>L'avenir de la drachme</i>	289
<i>Bibliographie</i>	297

Imp. spéciale de la Librairie L. RODSTEIN. — Paris



